

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS  
CHINESA E A INTERNACIONALIZAÇÃO DO  
RENMINBI**

AMANDA BRASIL - LEIGH

matrícula nº 113067436

ORIENTADOR: Prof. Eduardo Pinto

MAIO 2017

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS  
CHINESA E A INTERNACIONALIZAÇÃO DO  
RENMINBI**

---

AMANDA BRASIL - LEIGH

matrícula nº 113067436

ORIENTADOR: Prof. Eduardo Pinto

MAIO 2017

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade da autora*

## **AGRADECIMENTOS**

À minha mãe que me apoiou durante esses quatro anos de faculdade e longos meses de estudos para a conclusão deste trabalho. Obrigada por todo seu amor e dedicação a mim.

Às minhas amigas que sempre estão dispostas a me ouvir reclamar nos momentos chatos, a me motivar nos momentos difíceis e a celebrar comigo todas as vitórias pequenas ou grandes. Obrigada em especial à Gi que além de todo amizade e apoio revisou e me ajudou a aperfeiçoar meu trabalho.

Obrigada a todos que me ajudaram com conselhos e revisões, e a Julia que diariamente me aconselhou e providenciou motivação essencial para que eu concluísse este trabalho.

Aos “parças” e a todos da UFRJ que ajudaram a tornar estes anos mais leves e divertidos.

Obrigada a todos os colegas de turma pelo material repassado, cadernos xerocados e ideias trocadas nos corredores, vocês adicionaram muito a minha experiência na UFRJ.

## **RESUMO**

Este trabalho faz uma análise sobre o movimento de internacionalização da moeda chinesa, o renminbi. O processo, atual e vigente, que se desenrola já há alguns anos é parte essencial para a continuação do desenvolvimento econômico da China. O trabalho busca expor a atual configuração do sistema financeiro chinês sob uma perspectiva da internacionalização, pontuando as mudanças que já foram ou estão sendo implementadas em direção a este objetivo. Devido ao tamanho da economia do país, esta mudança tem potencial para impactar a economia global como um todo e precisa ser feita de maneira responsável e gradual. Para tal se expõe os principais desafios deste processo, com uma ênfase especial no processo de liberalização da conta de capitais. Este processo, longe de ser trivial, traz consigo seus próprios riscos e benefícios que devem ser explorados a fundo em uma tentativa de melhor entender o futuro desenrolar da internacionalização do renminbi.

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	8
CAPÍTULO 1: O SISTEMA FINANCEIRO E BANCÁRIO CHINÊS .....	10
I. 1 O Sistema Bancário Paralelo .....	15
I.2 Controle do Sistema.....	17
CAPÍTULO II: A CONTA DE CAPITAIS CHINESA .....	21
II.1 A Características e Restrições .....	21
II.2 A Liberalização da Conta de Capitais .....	27
II.3 Riscos e Benefícios da Liberalização .....	29
CAPÍTULO 3: O RENMINBI – DETERMINANTES E INTERNACIONALIZAÇÃO RECENTE..	33
III. 1 Determinantes da Taxa de Câmbio .....	33
III. 1a Modelo Geral.....	33
III.1b A Situação Chinesa .....	38
III.2 A Internacionalização do Renminbi .....	41
III.2 a Benefícios da Internacionalização .....	46
III.2b Tensões e limites atuais da Internacionalização.....	49
CONCLUSÃO .....	51
REFERÊNCIAS .....	53

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Os Riscos e Benefícios da Internacionalização do Renminbi.....	48
---	----

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 - Mercado de bonds chineses em USD dividido por setores.....	13
Gráfico 2 - Mercado de bônus internacional de seletos mercados emergentes (US\$ bn) 2015 .....	13
Gráfico 3 - Ativos e Passivos Chineses em Relação ao Resto do Mundo.....	23
Gráfico 4 - Fluxos de Capitais Internos e Externos de Economias Emergentes.....	25
Gráfico 5 - Curvas IS/LM e BP.....	36
Gráfico 6 - Curvas IS/LM e BP com Política Monetária Expansionista .....	37
Gráfico 7 - Diferença Entre o Preço Médio e da Cotação do CNH e CNY desde 2010.....	41

## INTRODUÇÃO

A economia chinesa tem sido por muitos anos alvo de interesse de estudos economicos devido às suas peculiaridades e características incomuns. Atualmente é impossível fazer qualquer debate sobre comércio internacional sem citar o país e a influência deste transborda pelos mais diversos cantos do mundo. Apesar disto, ainda há muito que não se sabe ou entende plenamente sobre o funcionamento desta, e por mais que existam diversas vantagens comparativas produtivas o desenvolvimento da economia chinesa ainda se encontra aquém da sua capacidade em diversos setores.

Desde 1978 a China vem adotando uma série de reformas econômicas. Em um primeiro momento o objetivo era migrar sua economia de uma planificada para uma que funcionasse adotando os mecanismos de mercado. Porém, os desejos e planos de reforma seguem até o momento atual conforme o Estado busca lentamente modernizar as estruturas economicas e financeiras. Desde o início destas reformas a China vem reportando taxas impressionantes de crescimento econômico e social. Assim, com uma média de crescimento de 10% ao ano desde 1978, a China é o país que conseguiu manter taxas mais altas na historia econômica moderna. Este crescimento todo impulsionou a economia chinesa que atualmente é a segunda maior do mundo e a maior contribuidora ao crescimento mundial desde a crise de 2008. (CHINA, 2017)

Para que este crescimento todo fosse possível, o governo chinês foi e continua sendo um personagem muito relevante na conjuntura comercial e econômica deste país. Com controles de bancos estatais e com empréstimos focados em setores específicos, a economia chinesa cresceu sobre forte interferência e estímulos governamentais, ao mesmo tempo em que foi protegida de choques externos. Ou seja, o modelo foi sustentado por taxas de juros reduzidas e taxas de câmbio desvalorizadas em virtude da existência de expressivos controle da conta de capitais. Apesar de todos estes pontos positivos, é importante ressaltar que estes mesmos controles que estimularam os mercados também os restringiram. E, atualmente, o forte controle da conta de capitais mantém a participação chinesa no mercado financeiro internacional proporcionalmente muito menor do que sua capacidade (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Vale pontuar que o controle da conta de capitais não só restringe o mercado financeiro, como também impõe uma barreira a meta do governo chinês de internacionalizar a sua moeda, o renminbi. A escolha de internacionalizar uma moeda é uma escolha não só



econômica como também política, e para que este processo seja realizado de forma bem sucedida é necessário que o governo relaxe o seu controle sobre o fluxo de capitais e para de interferir na taxa de câmbio de sua moeda.

Diante disso, este trabalho tem como objetivo analisar o movimento de internacionalização da moeda chinesa, o renminbi; destacando um dos principais desafios deste processo que é liberalizar a conta de capitais e manter o modelo de crescimento.

Para tal, no primeiro capítulo se descreve a atual estrutura financeira do país. Detalhando brevemente suas mudanças recentes, o capítulo busca explorar de forma geral a dinâmica do sistema financeiro chinês assim como suas restrições e peculiaridades. É importante entender claramente quais são os possíveis pontos de fragilidade do sistema chinês afinal com a abertura da conta de capitais, estes pontos estarão expostos a maior volatilidade e podem ser uma fonte de risco sistêmico.

O segundo capítulo faz uma análise da conta de capitais chinesa e das atuais restrições presentes nesta. A regulação da conta de capitais incide de forma diferente sobre os diversos fluxos e por isso o processo de liberalização também deve se mover em diferentes ritmos. O capítulo discute os desafios do processo de liberalização e busca prever algumas das consequências deste desenrolar.

Por fim, o terceiro capítulo discute a moeda em si e as peculiaridades em relação a seu regime cambial. As restrições chinesas que acabaram criando duas taxas de câmbio para o renminbi (uma offshore e uma local) ilustram a influência do banco central sobre a verdadeira taxa de câmbio.

De forma geral, busca-se expor a atual configuração do sistema financeiro chinês sob uma perspectiva da internacionalização, pontuando as mudanças que já foram ou estão sendo implementadas em direção a este objetivo. Devido ao tamanho da economia do país, esta mudança tem potencial para impactar a economia global como um todo e precisa ser feita de maneira responsável a gradual.

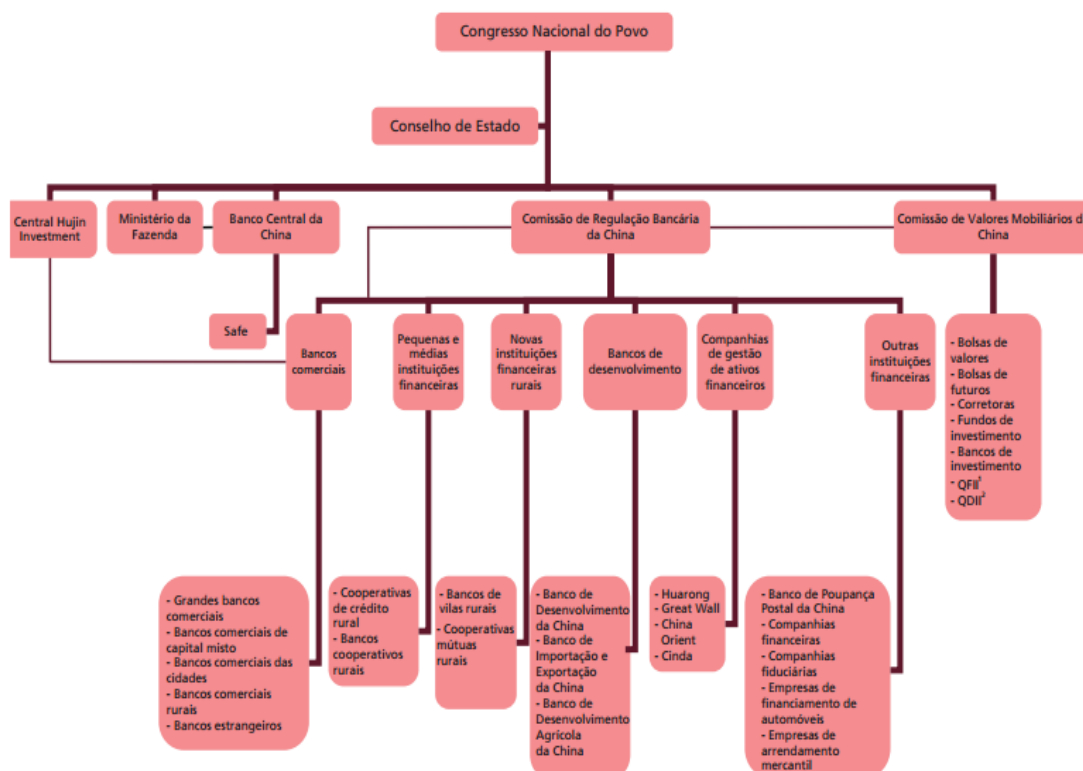
Este processo, longe de ser trivial, traz consigo seus próprios riscos e benefícios que devem ser explorados a fundo em uma tentativa de melhor entender o futuro desenrolar da internacionalização do renminbi.

## **CAPÍTULO 1: O SISTEMA FINANCEIRO E BANCÁRIO CHINÊS**

A economia chinesa vem se desenvolvendo e crescendo em ritmos impressionantes ao longo das últimas três décadas e a expansão do crédito e formas de financiamento foram cruciais para esse crescimento e aumento da produtividade. Para melhor entender ambos é necessário analisar as estruturas e instituições que regem o sistema financeiro Chinês. Existem dois grandes órgãos que ditam a dinâmica do sistema: o Banco Central da China (People's Bank of China-PBC) e a Comissão de Regulação Bancária da China (China Banking Regulatory Commission – CBRC). A função do primeiro é de promover o crescimento econômico e de manter a estabilidade da moeda e o segundo é o órgão que regula o Banco Central e os outros bancos do país. O PBC além de ser responsável pela política monetária, também monitora risco sistêmico, estabelece leis regulatórias e preza pela estabilidade financeira. O Banco Central Chinês também é responsável por regular a taxa de câmbio assim como a taxa de juros, porém este, assim como o CBRC, reporta ao Partido Comunista, de forma que ambos não são independentes da burocracia governamental-partidária presente em diversos aspectos da economia chinesa (CINTRA e SILVA FILHO, 2015, p. 427).

O sistema regulatório chinês também conta com dois outros órgãos relevantes, o “China Securities Regulatory Commission” (CSRC) que regula o mercado financeiro e de título de dívida e o “China Insurance Regulatory Commission” (CIRC) que fiscaliza empresas de seguros. O ministro das finanças também acaba por exercer função de regulador devido a sua posição de acionista nos quatro principais bancos comerciais chineses assim como seu papel de controle sobre a Central Huijin Company (companhia de investimentos que indiretamente controla diversos outros bancos comerciais) (ELLIOT e YAN, 2013, p.10).

Além desta divisão relativamente padrão da do sistema regulatório financeiro chinês, existe uma forte influência do partido comunista sobre estas e outras instituições que compõem o sistema financeiro. Membros influentes do partido podem intervir em contratações para esses órgãos assim como decisões operacionais como a concessão de empréstimos. A estrutura completa do sistema pode ser observada no fluxograma do FMI abaixo (ELLIOT e YAN, 2013, p.10).



O PBC foi criado em 1949 junto com a fundação da República Popular da China e entre 1950 e 1978 este foi o único a atuar no sistema financeiro chinês tanto como banco central quanto como banco comercial, controlando mais de 90% dos ativos financeiros do país. Em 1979 o governo iniciou um processo de implementação de diversas reformas sistêmicas, ainda em movimento, que tinham como objetivo estruturar um sistema que pudesse financiar as decisões governamentais de investimentos e produção que até aquele momento funcionavam majoritariamente por meio de recursos orçamentários (MENDONÇA, 2015, p. 342).

Nesta etapa o PBC se separa do Ministério das Finanças e são criados quatro grandes bancos estatais especializados. Estes novos bancos tinham como objetivo controlar o antigo lado comercial do PBC e são, até os dias atuais, extremamente relevantes ao funcionamento financeiro chinês. Os bancos são: o Banco da China (Bank of China – BOC), Banco de Construção da China (China Construction Bank – CCB), Banco da Agricultura da China (Agricultural Bank of China – ABC) e Banco Industrial e Comercial da China (Industrial and Commercial Bank of China). E, apesar de todos atuarem como bancos comerciais, cada um é focado em setores diferentes (MENDONÇA, 2015, p. 342)

Seguiu-se a fase de diversificação e abertura do sistema, entre 1984-1988, onde se buscou expandir a atuação de instituições bancárias e não bancárias. Tornou-se foco também diversificar o controle dos bancos, e o governo foi então criando instituições de capital misto e inclusive permitindo bancos estrangeiros em zonas específicas. Além disso, os quatro grandes bancos comerciais tiveram suas restrições suavizadas, e puderam passar a conceder empréstimos fora da sua área de especialização, tudo com o intuito de aumentar o acesso ao crédito da economia estimulando a expansão e crescimento econômico (MENDONÇA, 2015, p. 345).

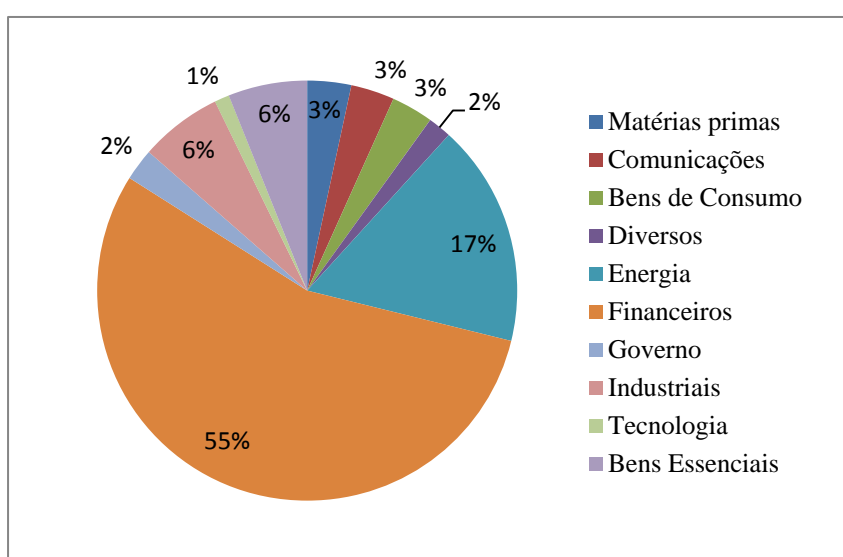
Com o passar do tempo, conforme esses quatro bancos foram se voltando mais para o lado comercial e saindo da esfera de influência de orientação estatal direta, viu-se a necessidade de criação de instituições focadas em empréstimos estruturados com base nas determinações do governo. Foram criados então, em 1994, três *policy banks* que são influentes até os dias atuais. São eles: Banco de Desenvolvimento da China (China Development Bank – CDB), Banco de Importações e Exportações da China (China Import-Export Bank – China Ex-Im) e Banco de Desenvolvimento da Agricultura da China (Agricultural Development Bank of China – ADBC). A ideia era que esses três bancos fossem veículos que fornecessem empréstimos mais direcionados, de acordo com os objetivos do governo. Ou seja, caberia a esses *policy banks* o fornecimento de empréstimos para áreas subdesenvolvidas, áreas rurais e financiamento de projetos de infraestrutura e de importação e exportação, o que aliviaria os quatro grandes bancos comerciais chineses, tornando-os mais independentes das políticas desenvolvimentistas do Estado. Desta forma, portanto, estes quatro grandes bancos seriam permitidos a seguir mais o que o mercado esperava deles – um funcionamento de banco comercial padrão (MENDONÇA, 2015, p. 347).

Com isso, o setor financeiro chinês teve grande influência nas gigantes transformações estruturais no país. Afinal, este foi essencial ao organizar e direcionar o investimento para setores e regiões específicas, criando o *funding* necessário para os investimentos, sobretudo os em infraestrutura. Inclusive, é possível afirmar que um dos motores do desenvolvimento chinês foi exatamente essa expansão do crédito doméstico e atualmente, o sistema ainda segue fortemente baseado no financiamento via empréstimos bancários enquanto o mercado de emissão de dívida e de ações ainda é relativamente pequeno.

O mercado de emissão de dívida atualmente é dominado pelo setor público e por emissões de longo prazo e tem pouca liquidez no mercado secundário, já que a maioria dos títulos é mantida pelos investidores até o vencimento. O mercado de bônus internacional, e de

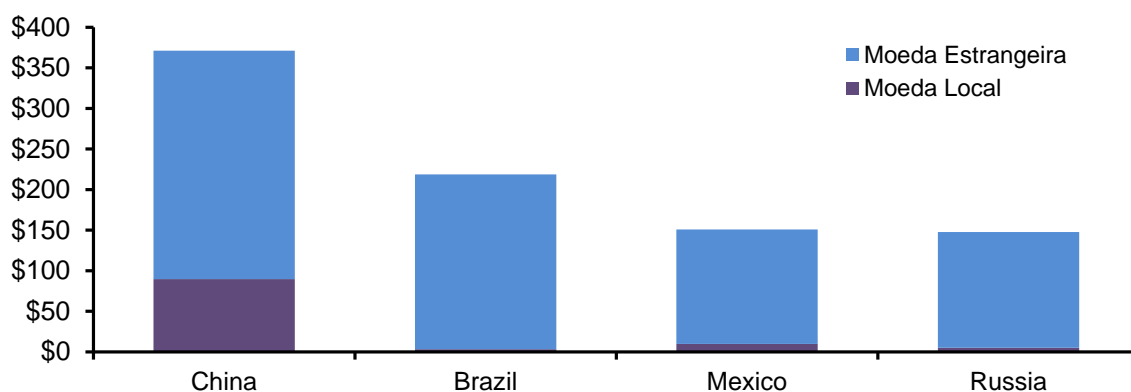
bônus denominados em moeda estrangeira é pouco explorado pelo governo central. Apenas 1% da dívida do governo central é denominada em moeda estrangeira, e, dada a dificuldade do investidor estrangeiro de acessar o sistema financeiro doméstico, a maior parte desses bônus permanece nos bancos estatais. É, no entanto, um mercado que se encontra em crescimento e observa-se um aumento da emissão de títulos de dívida corporativos também. Dentre os títulos negociados no mercado internacional de bônus a vasta maioria é também denominada em dólares americano, e grandes partes destas emissões são de companhias financeiras, tanto de bancos quanto da área de investimentos imobiliários (CINTRA e SILVA FILHO, 2015, p. 433).

**Gráfico 1 - Mercado de *bonds* chineses em USD dividido por setores**



**Gráfico 2 - Mercado de bônus internacional de seletos mercados emergentes (US\$ bn) 2015**

12



<sup>1</sup> Gráfico 1 e 2 - Extraído do Bloomberg Maio de 2015

Em relação ao mercado acionário chinês, este é relativamente recente e foi reestabelecido em 1990 com a bolsa de valores de Xangai e Shenzhen. Atualmente, as duas ainda estão em funcionamento e geralmente as grandes empresas públicas tendem a ser listadas em Xangai, enquanto as menores, mais inovadoras e lucrativas empresas privadas em Shenzhen. Existe também a bolsa de Hong Kong (HK) focada em ações e derivativos. A cidade-estado de HK tem sua própria moeda, leis e braço legislativo, de forma que existem fortes diferenças em relação à liberalização e o acesso de investidores estrangeiros em Hong Kong e na China continental. Muitas ações que são listadas em Shenzhen também são em Hong Kong, porém no segundo, tendem a ser mais baratas (AMADEO, 2016).

De acordo com Cintra & Silva (2015, p. 435), as ações existentes podem ser divididas em sete:

i) ações A, denominadas em renminbi, cotadas nas bolsas domésticas e disponíveis para investidores nacionais; ii) ações B, transacionadas em dólares (Bolsa de Valores de Xangai) e dólares de Hong Kong (Bolsa de Valores de Shenzhen), disponíveis para investidores estrangeiros; iii) ações H, listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, disponíveis para investidores estrangeiros; iv) ações N, listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque; v) ações L, listadas na Bolsa de Valores de Londres; vi) ações S, listadas na Bolsa de Valores de Cingapura; e vii) ações das empresas estatais não negociáveis, mantidas pelo governo (cerca de dois terços das ações emitidas).

A maior parte das ações que existem são do tipo A, configurando mais de 80% do total. E, dentre as empresas listadas, as estatais compõe parte mais relevante do grupo. No entanto, em relação a empresas estatais, somente uma parte minoritária das ações é passível de negociação (34%) já que o resto deve ser mantido pelo Estado. O Estado também tem que ter no mínimo 25% das ações de todas as empresas listadas, tanto as públicas quanto as privadas (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

No geral, este mercado tende a ser bem restrito a investidores estrangeiros. É também um mercado bastante volátil e especulativo e tem um giro elevadíssimo (565,6% na Bolsa de Xangai e 615,7% na Bolsa de Shenzhen em dezembro de 2014). O mercado de ações da China funciona dessa maneira, pois há um número elevado de investidores que escolhem os ativos não pelo grau de qualidade do crédito, mas sim por acreditar que o movimento especulativo em cima deste vai fazer com que os preços subam. Isso ocorre devido à predominância de empresas estatais na bolsa de valores. Por mais que o preço da ação devesse refletir o valor de fluxos de caixa futuros (considerando o recebimento de dividendos), no

caso chinês o investidor tem quase nenhuma influência sobre a política de dividendos, o que combinado com o estilo de investidor presente nesse mercado – quase nenhum é institucional, a maioria opera como investidor individual– acaba colaborando para um mercado caracterizado pelo caráter especulativo. Desta forma, o mercado acionário acaba tendo também um papel pequeno no financiamento das empresas chinesas (ELLIOT e YAN, 2013).

## **I.1 O Sistema Bancário Paralelo**

O mercado financeiro chinês também é caracterizado pelo tamanho expressivo do sistema bancário paralelo. De acordo com o PBC, no Financial Stability Report 2013, o sistema bancário paralelo pode ser definido como “a intermediação de crédito envolvendo entidades e atividades fora do sistema bancário formal, com transformação de liquidez e de prazo, potencialmente capaz de desencadear riscos sistêmicos ou arbitragem regulatória” (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Esses intermediários financeiros não são, por definição, registrados em nenhuma agência reguladora, o que torna o trabalho de medir o seu tamanho especialmente complexo. Existem, portanto, diversas estimativas diferentes, porém há um consenso entre elas – o sistema paralelo na China vem crescendo em ritmos expressivos. Apesar de tecnicamente esses intermediários financeiros violarem as leis chinesas, muitos governos locais permitem a existência destes como forma de aliviar as pressões do sistema financeiro (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Estas pressões ocorrem devido à dinâmica organizacional do sistema ser baseada em grandes bancos comerciais que financiam as grandes empresas públicas e os próprios governos locais por meio de empréstimos. Diferentemente do governo central, os governos locais operam com déficit fiscal, de forma que dependem fortemente de empréstimos o que acaba sobrecarregando o sistema bancário. Estima-se que recentemente cerca de 30% - 40% dos empréstimos do sistema financeiro foram para projetos governamentais de infraestrutura, o que dificulta a tomada de empréstimos por empresas privadas menores. Essa conjuntura, combinada com a dificuldade de encontrar outras formas de captação, contribui para o crescimento do sistema paralelo (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Existe também uma carência de métodos alternativos de financiamento para empresas menores e privadas pois tanto o mercado acionário quanto o de emissão de dívidas é

subdesenvolvido. O processo necessário para realizar um IPO, *por exemplo*, é extremamente longo e complexo, e empresas que não tem conexões com o governo ou contatos encontram dificuldades para serem listadas. O mercado de dívidas também é pouco explorado tanto pelo governo quanto por corporações de forma que esta falta de oferta acaba levando empresas a buscarem empréstimos dessas instituições financeiras intermediárias que compõem o sistema paralelo (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Pela ótica dos poupadores também faz sentido investir nessas instituições. Isso ocorre em virtude dos grandes bancos terem um teto imposto pelo governo em relação as suas taxas. E por causa disto, quando os juros são inferiores à inflação, diversos investidores passam a buscar organizações financeiras do sistema paralelo, que prometem retornos mais atraentes, fazendo crescer então a presença de empresas administradores de recursos (“Wealth and Asset Management”). Devido à alta inflação entre 2007/2008 e entre 2010/2011, por exemplo, as taxas de juros reais passaram a ser negativas e isso estimulou muitas pessoas a migrarem suas poupanças para o sistema bancário paralelo. (ELLIOT e YAN, 2013).

Por fim, as novas tecnologias contribuíram também para o crescimento do sistema paralelo. A criação de plataformas que operam no mercado acionário fazendo rápidas compras e vendas buscando ganhar com a volatilidade do mercado chinês, assim como o surgimento de plataformas P2P (“peer to peer”) que ajudou a juntar pessoas que precisam de empréstimos com pessoas dispostas a emprestar com bons retornos, contribuíram para o crescimento deste mercado tão difícil de quantificar. Estas plataformas acabam também influenciando no crescimento do risco sistêmico da economia já que a deixam mais exposta à fragilidades em situações de crise (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Apesar das incertezas geradas pelo mercado bancário paralelo, existem alguns fatores que ajudam a amenizar os riscos. Como na China existe um controle sobre a conta de capitais do balanço de pagamentos e a maior parte do estoque de crédito é denominada em renminbi (RMB), é improvável uma fuga de capital e muito remota a chance de uma crise financeira que colocaria todo o sistema em risco. No caso de falha de algum instrumento financeiro negociado pelas instituições do sistema paralelo é lógico pressupor que ocorreria uma fuga de capital para os bancos estatais (*flight to quality*), mantendo assim o capital ainda dentro do sistema financeiro. Esta fragilidade, no entanto, passa a ter relevância mais acentuada conforme o governo chinês se move em direção a uma maior liberalização das contas de capitais (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).



## I.2 Os Controles do Sistema

É notável que o sistema financeiro chinês tem diversas especificidades que o distingue dos outros. No entanto, é importante ressaltar que este crescimento expressivo da economia chinesa que se deu fortemente graças ao apoio financeiro só foi possível graças à interferência estatal. Esta interferência diz respeito não só a influência direta no momento de determinação de empréstimos e no desenvolvimento de projetos de específicos, mas também na proteção do sistema financeiro interno em relação ao exterior.

Existe na China um forte controle sobre os fluxos de capitais e uma política de obtenção de superávit na Conta Corrente e na conta financeira do Balanço de Pagamento. Como consequência desta estrutura o país acaba acumulando uma quantidade expressiva de reservas internacionais, US\$ 3,9 trilhões em dezembro de 2014. Essas restrições ajudaram a combater as barreiras financeiras ao desenvolvimento, permitindo que certos objetivos que seriam inalcançáveis pelos mecanismos de mercado fossem atingidos. Existe, no entanto, um movimento de liberalização por parte do governo chinês para que cada vez mais o mercado tenha participação decisiva na alocação dos recursos e das taxas básicas (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

O crescimento exuberante do sistema financeiro teve como contrapartida o aumento do endividamento tanto dos governos quanto das corporações, o que foi agravado com a desaceleração recente do crescimento. Com isso, em 2013 o governo organizou a *Terceira Sessão Plenária do XVIII Congresso do Partido Comunista da China* em Pequim, onde decidiram realizar uma série de reformas tanto financeiras quanto de empresas estatais e sociais, de forma que o Estado reduzisse sua influência na determinação de fluxos e de gastos e passasse a ser responsável somente pela regulamentação econômica. Em 2010, na elaboração do *XII Plano Quinquenal para o Desenvolvimento e Reforma do Setor Financeiro (2011-2015)*, muitos destes objetivos de médio prazo já haviam sido listados (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Algumas das metas relacionadas ao mercado financeiro incluíam: a ampliação da abertura do mercado nacional e internacional, a permissão de maior participação do capital privado em instituições financeiras (enquanto se melhora também o sistema regulatório destas), desenvolvimento do mercado de capitais e de bônus, e reformas das instituições financeiras que são politicamente orientadas (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Sobre a formação das taxas básicas da economia, decidiu-se que eles deveriam liberalizar os mecanismos de formação da taxa de câmbio, ampliando o uso internacional do Renminbi, e acelerar a liberalização da taxa de juros. O objetivo final também incluía abrir a conta financeira do balanço de pagamentos e para isso este processo seria feito em duas etapas. Primeiramente, conversibilidade de transações de capitais seria aumentada ordenadamente, e, posteriormente se estabeleceria um plano bem desenvolvido para o gerenciamento da dívida externa e dos fluxos de capitais (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Em termos de regulação, se buscava implementar reformas de forma que os reguladores tivessem uma coordenação melhor e os mecanismos de gestão de risco, inclusive de risco sistêmicos, fossem aperfeiçoados. No entanto, não existe delimitação de um cronograma fixo para as reformas em ambos os documentos. Porém, de acordo com a tradição chinesa de mudanças lentas e controladas, o governo vem realizando algumas mudanças em direção a esses objetivos finais. Uma forma de realizar estas mudanças de forma gradual é pela criação de zonas-piloto, ou seja, o governo estabelece locais onde algumas reformas financeiras são aplicadas e estes locais servem como um teste para o resto do país (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

As Zonas Econômicas Especiais (ZEE) surgiram no final da década de 70 como projeto de abertura da China para a globalização<sup>3</sup>. O movimento, arquitetado por Deng Xiaoping, veio para estimular a economia Chinesa após quase dez anos de Revolução Cultural, e marcou também o começo a Política de Portas Aberta chinesa. Em agosto de 1980 Shenzhen, Zhuhai, e Shantou localizadas na província de Guangdong e Xiamen na província de Fujian foram eleitas como os primeiros locais testes. O objetivo era facilitar o desenvolvimento econômico atribuindo novos privilégios financeiros, de investimentos e de comércio para estas áreas que haviam sido escolhidas deliberadamente devido a sua localização distante do centro político de Pequim e perto de Hong Kong, Macao e Taiwan (ZENG, 2011).

Estas zonas foram se multiplicando pelo país e se tornaram parte crucial do modelo de reformas chinesa. Logicamente então as mudanças delimitadas na *Terceira Sessão Plenária*

---

<sup>3</sup> O impacto das zonas-especial foi imediatamente sentido. Em 1981, estas quatro zonas já acumulavam quase 60% de todo o investimento externo direto da China, e, devido a uma combinação de políticas certas e fatores de produção, as zonas especiais tiveram também taxas de crescimento sem precedentes. Enquanto a média de crescimento do PIB chinês entre 1980-1984 foi de 10%, a de Shenzhen, por exemplo, foi de 58%. Com o sucesso do projeto, autoridades governamentais começaram a expandir as zonas especiais e a desenvolver variantes destas assim como Zonas de Desenvolvimento Econômico e Tecnológico, Zonas Francas, e zonas focadas em indústrias exportadoras. (ZENG, 2011)

do XVIII Congresso do Partido Comunista da China de 2013, também seguiriam o padrão e seriam aplicadas primeiramente em regiões específicas. Os locais escolhidos como teste para as reformas financeiras foram Qianhai, Wenzhou, Lishui e Yiwu (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Qianhai pretendia ser transformado em um centro offshore do renminbi que serviria de apoio a Hong Kong, funcionaria como mercado de grande escala para produtos financeiros, e também como centro de cooperação para empréstimos transfronteiriços. Em Wenzhou, o objetivo era diversificar o sistema financeiro, estimulando instituições inovadoras que atendessem a pequenas e médias empresas que tipicamente são fortes usuárias do sistema paralelo chinês. A presença do capital privado seria incentivada e todo este processo deveria ser acompanhado do desenvolvimento da regulação do sistema financeiro também. Em Lishui, se buscava explorar as organizações financeiras ligadas ao meio rural, e aperfeiçoar a infraestrutura financeira em áreas rurais. Por fim, em Yiwu o foco era a promoção do uso do renminbi nas relações comerciais, assim como nos investimentos internacionais e na criação de um centro regional de compensação de moedas (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Em 2013, Xangai também foi escolhida para ser transformada em uma zona-piloto de livre comércio onde se reformaria quatro principais setores. O objetivo então seria a modernização da fiscalização aduaneira, a diminuição da burocracia e criação de um sistema regulatório fiscal competitivo, e, por fim, a reforma financeira. Esta reforma financeira promoveria a experimentação da liberalização da conta capital, assim como o uso internacional do Renminbi, a liberalização da taxa de juros e a reforma do sistema administrativo das reservas internacionais (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Em uma terceira etapa, o governo focou em reforçar a regulação do sistema paralelo bancário, pois, como dito, esse representa uma fonte de risco sistêmico. O CBRC também buscou informar os bancos sobre os perigos da expansão desenfreada das plataformas P2P. Afinal, essas plataformas poderiam crescer, até de fato serem instituições financeiras que captariam depósitos e realizariam empréstimos ilegais. Desta forma, recursos captados em bancos poderiam acabar fluindo para esse mercado paralelo. Esse fator combinado também com o fato de que empresas que utilizam essas plataformas poderiam ocultar seu nível real de alavancagem, acaba por contribuir para o crescimento do risco sistêmico no sistema financeiro. Para controlar esses riscos, o CBRC passou a exigir que instituições financeiras adotassem mecanismos internos de governança e controle contábil, que limitassem a exposição destas e estas plataformas P2Ps. No entanto, o próprio dinamismo econômico do país tem limitado o resultado positivo dessas medidas prudenciais, pois cada vez mais existem

poupadores e tomadores de crédito que estão dispostos a tomarem empréstimos mais custosos em troca de viabilizar suas decisões econômicas (CINTRA e SILVA FILHO, 2015).

Contudo, apesar do governo chinês claramente estar sempre adotando medidas em direção a reformas e a uma maior liberalização e a flexibilização econômica, ainda existe um longo percurso a ser percorrido no que diz respeito ao desenvolvimento e a regularização do mercado financeiro chinês.

## **CAPÍTULO II: A CONTA DE CAPITAIS CHINESA**

### **II.1 Características e Restrições**

O Balanço de Pagamentos de um país é um instrumento de contabilidade que serve para discriminar as relações econômicas e comerciais deste país com o resto do mundo. É essencialmente uma declaração que resume as transações de uma economia com o resto do mundo por um período de tempo específico. O balanço de pagamentos engloba todas as transações entre os residentes de um país e seus não residentes, envolvendo bens, serviços e renda, dívidas e responsabilidades financeiras com o resto do mundo e transferências. (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2009).

Todas as transações se encaixam dentro de duas grandes contas. Existe a Conta de Capitais e a Conta de Transações Correntes que engloba (i) a Balança Comercial, (ii) a Balança de Serviços e (iii) as Transferências Unilaterais. E os lançamentos são feitos de acordo como o método tradicional de partidas dobradas. O objetivo da conta de transações correntes é demonstrar o fluxo de bens e serviço. Assim sendo, dentro da Balança Comercial entram todas as exportações e importações de produtos e na Balança de Serviços todos os tipos de serviço assim como transportes (fretes e seguros), turismo e viagens internacionais, rendas de capital (remessa de lucro, lucros reinvestidos e juros) e serviços governamentais. A conta de capitais demonstra os fluxos financeiros assim como investimentos diretos, empréstimos e financiamento, amortização de empréstimos e capitais de curto prazo. (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2009).

A China apresenta um superávit na sua balança comercial, o que vem se refletindo no saldo da conta de transações correntes. Em um sistema sem intervenção Estatal, este superávit seria contrabalanceado com a saída de fluxos de capitais via a Conta de Capitais. No entanto, não é isso que se observa na situação chinesa. Existe um controle da conta de capitais, de forma que o fluxo de capitais externo também acaba sendo menor que o interno. Como resultado, o setor público, buscando gerar uma contrapartida ao saldo das contas correntes e o pequeno fluxo privado de capitais, tem que produzir um fluxo de capitais externos. Esse movimento é feito principalmente pelo banco central chinês que acaba acumulando reservas

internacionais e, como consequência, consegue ter controle sobre a taxa de câmbio do renminbi. De fato, além de ter reservas internacionais expressivas, a China também é um dos maiores detentores de títulos do governo americano (treasury bonds). Essa exposição acaba deixando-a vulnerável a variações cambiais de outras moedas (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

Este controle da conta de capitais chinesa tem diversas consequências sobre a economia do país. Para entendê-la melhor é interessante fazer uma análise comparativa entre a china e outras economias relevantes para posteriormente entender como cada restrição se reflete na conjuntura financeira do país como um todo. Sabe-se que a China tem diversas restrições aos diferentes tipos de fluxos de capitais que entram e que saem do país e que estas restrições podem ser mais ou menos severas dependendo tanto do tipo de fluxo quanto de quem o transmite (KRUGER e PASRICHA, 2016).

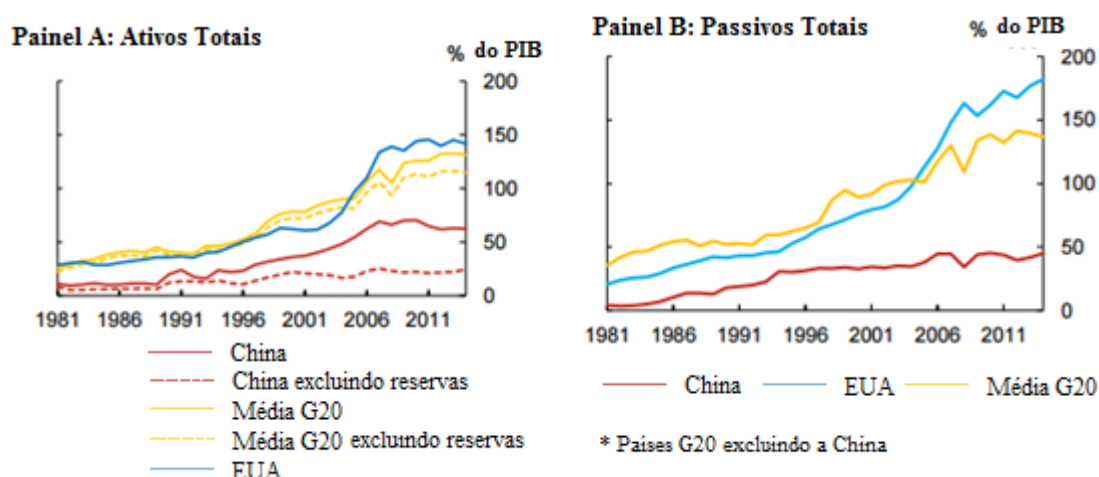
No geral, existem duas formas de medir os fluxos da conta de capitais e o grau de abertura de um país: com medidas *de jure* ou *de facto*. Medidas *de jure* analisam os tipos de transações que estão sujeitas a controles de capitais assim como as mudanças nas restrições desses controles. Simultaneamente, a análise *de facto* analisa o tamanho do fluxo de capitais assim como o volume de ativos e passivos deste com o resto do mundo (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Ao comparar as restrições chinesas às contas de capitais com as de outros mercados emergentes, em uma análise *de jure*, esta é bastante restrita. Existem restrições em 32 tipos de transações ao longo de 10 diferentes tipos de ativos na conta de capitais. Apesar desta medida não capturar o grau de restrição, o fato de existirem restrições que são aplicadas a uma lista tão extensa de ativos sugere que o controle chinês ainda é um dos mais fortes dentre as grandes economias emergentes (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Medido em dólares americanos, desde 1998, o fluxo bruto de capitais da China com o resto do mundo vem crescendo substancialmente. No entanto, esse crescimento anda em paralelo com o da economia. Ou seja, em relação ao PIB este fluxo vem se mantendo estável desde então. Comparativamente, o fluxo de capitais chinês em relação ao seu PIB tem sido, ao longo dos últimos 10 anos, menor que o de grandes economias desenvolvidas e de mercados emergente. A média chinesa de fluxos internos entre 2004 e 2015 foi de 6% do PIB e a de fluxos externo foi somente de 3% do PIB. Enquanto isso, a média calculada para 23 economias de mercados emergentes é de 9% do PIB para fluxos internos e de 8% para externos. Assim sendo, em uma análise *de facto*, a China também tem uma integração

financeira menor que outras grandes economias, e seu estoque de ativos e passivos internacionais em relação ao PIB também está aquém do resto do mundo. Em 2014, por exemplo, ativos estrangeiros (excluindo reservas oficiais) e passivos foram 21% e 32% da média dos ativos e passivos das 20 maiores economias globais, respectivamente (KRUGER e PASRICHA, 2016).

**Gráfico 3 – Ativos e Passivos Chineses em Relação ao Resto do Mundo**



Claramente existe uma forte restrição no que diz respeito à conta de capitais chinesas, no entanto, como visto, dependendo do tipo de fluxo de capital, esta tem diferentes graus de restrições. É possível fazer uma distinção dentro desta conta de três diferentes tipos de fluxo: (i) Investimento Externo Direto –IED- (ii) investimentos relacionados ao setor bancário e (iii) Investimentos de Portfólio. Vale ressaltar também que apesar de existirem regras gerais, o funcionamento da conta de capitais opera de forma diferenciada nas zonas especiais chinesas (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

Grande parte do fluxo de capitais internacionais privados para China ao longo dos últimos 15 anos tem sido em forma de investimentos externos diretos. Isso ocorreu parcialmente devido a expectativa de retornos de produtividade elevados, e desde 2001 esse fluxo representa em média 3,50% do PIB chinês. É importante notar também, que esse tipo de fluxo sofre menores restrições que outros tipos de capitais, especialmente em setores que o governo tem interesse em desenvolver. Dentro da conta de capitais este tipo de investimento é um dos menos restritivos, no entanto ainda assim existem barreiras mais severas que outros países. Sabe-se que existem restrições à entrada de investimentos em setores específicos e que muitos projetos exigem que o capital estrangeiro opere de forma conjunta a instituições ou

que o acionista majoritário seja uma companhia local (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

O fluxo de investimento externo direto (IED) para fora do país tem sido proporcionalmente menor que o interno, e cerca de dois terços destes fluxos são direcionados a economias Asiáticas, especialmente Hong Kong, Cingapura e Indonésia. Esse investimento tem focado em indústrias específicas como recursos naturais, financeiros e comércio de bens de consumo. E, em média, desde 2001, o fluxo de IED representou cerca de 0.5% do PIB chinês. No entanto, existe atualmente uma tendência de crescimento deste tipo de investimento da china para outros países como estratégia econômica e geopolítica (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

Outra parte relevante da conta de capitais diz respeito aos investimentos externos relacionados ao setor bancário, que acabam gerando uma maior volatilidade nesta conta. A volatilidade destes fluxos ocorre, pois eles são basicamente movidos pela expectativa de mudanças na taxa de câmbio do renminbi em relação ao dólar americano. O prêmio do renminbi pode ser medido ao comparar o valor deste no mercado local com o offshore, e existe uma correlação entre este prêmio e o fluxo de capitais bancários. Esta correlação pode ser explicada por firmas que tentam se proteger de movimentos desfavoráveis da taxa de câmbio. Por exemplo, quando firmas esperam que o renminbi se deprecie em relação ao dólar americano (ou seja, quando o prêmio do RMB é negativo) estas tendem a tomar medidas como a segurar seus recibos de moeda estrangeira ao invés de imediatamente vendê-los aos bancos, ou repagar dívidas em moedas estrangeiras, e até pagar antecipadamente por importações. Todas essas ações são refletidas nos diferentes fluxos de capitais bancários (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

Dentre estes diferentes fluxos de capitais bancários, observa-se que nos anos recentes, o mais expressivo tem sido em forma de empréstimos. Bancos localizados na China vêm aumentando seus empréstimos para tomadores externos, porém o grande aumento de fluxos tem sido de bancos localizados fora da China continental, assim como em Hong Kong, emprestando para instituições locais. Ao analisar melhor esse fluxo observa-se que muitas vezes são capitais provenientes de subsidiárias de bancos locais, transferindo capital, majoritariamente denominado em RMB, para suas entidades mães, onde tipicamente retornos têm sido mais elevados (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

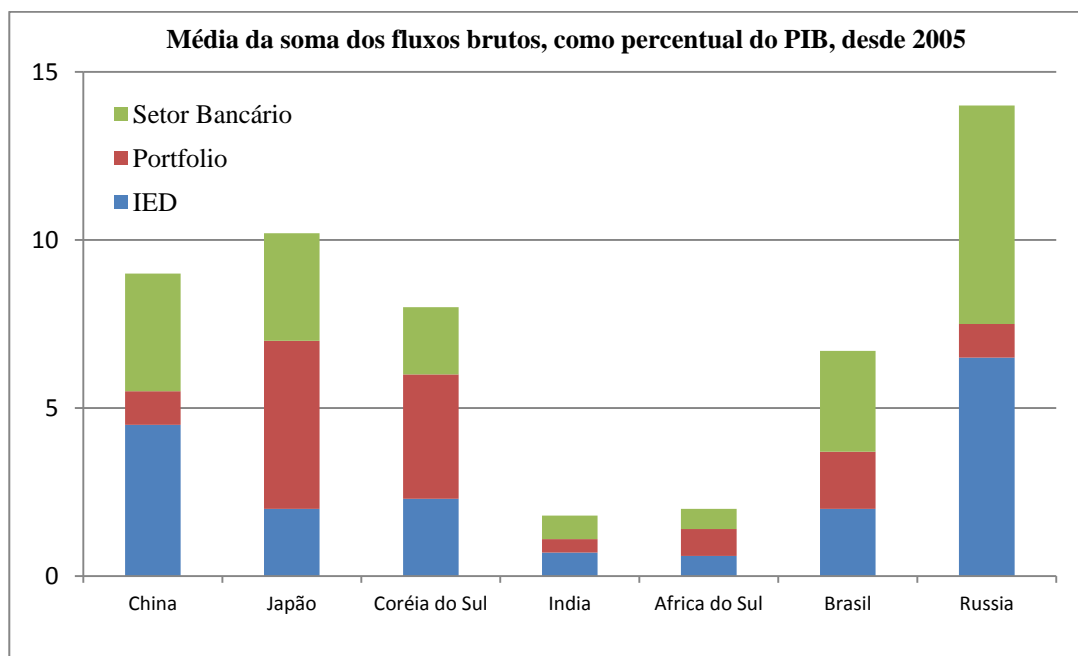
É importante ressaltar que, dentre os fluxos bancários, a participação dos depósitos e a retenção de moeda estrangeira. Atualmente, existe um limite de transferência de moeda para



fins não comerciais. Residentes chineses podem converter no máximo US\$ 50,000 dólares por ano sem que haja necessidade de justificar um motivo para tal. Assim sendo, a maior parte do fluxo de moedas e depósitos que flui para fora da China é decorrente de situações onde empresas exportadoras retêm suas receitas em moedas estrangeiras offshore, ao invés de convertê-las para renminbi. Desde 2011, o governo também permitiu que o comércio destas firmas exportadoras fosse denominado em renminbi, o que gerou um aumento de depósitos offshore denominados em moeda local e que, quando internalizados, contam como fluxo interno de capital na balança comercial (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

Dentre os três diferentes tipos de fluxo na conta de capitais, o de investimentos em portfólios provavelmente é uma das partes que mais sofre restrições, e, portanto, representa um componente significativamente menor da conta de capitais chinesa. Isso ocorre pois existem diversas limitações a fluxos direcionados ao mercado de ação e de dívida. Investidores que fazem transações seja para dentro ou para fora da China são obrigados a obedecer a severas cotas. Por causa disso, comparativamente, a China tem um dos menores fluxos de investimentos de portfólio em relação a outras economias, tanto desenvolvidas quanto em desenvolvimento como pode ser observado no gráfico 4 abaixo. (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

**Gráfico 4 – Fluxos de Capitais Internos e Externos de Economias Emergentes**



Notavelmente, o investidor estrangeiro que deseja investir dentro da China está sujeito a limitações e, conforme o governo vai realizando as reformas financeiras, essas limitações vão se modificando. Em 2003, foi criado o programa para o “Qualified Foreign Institutional

Investor (QFII)”, onde autoridades permitiram que instituições aprovadas pelo governo, investissem no mercado financeiro local, porém sempre sujeitos a cotas previamente determinadas. No ano seguinte foi lançado um programa equivalente para o investidor local que deseja investir no exterior chamado “Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) program”. Este programa tem severas restrições, porém permite que seletos administradores de recursos locais invistam em ações e renda fixa denominados em moeda estrangeira offshore. O programa para o investidor estrangeiro foi ampliado em 2011, quando os autorizaram a realizar investimentos na China continental usando renminbi proveniente de mercados offshore. O novo programa foi denominado “RMB Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) program”. Em 2015 o valor máximo a ser investido por meio deste programa era de CNY1.1 trilhão (US\$175 bilhão) que deveria ser distribuído por diversos países com diferentes limitações entre eles (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

É notável que as mudanças em relação às restrições do diferentes tipos de fluxos internos e externos de capitais tem sido por vezes estimuladas pelo status da conta de transações correntes. Por exemplo, entre 2004 e 2010, o fluxo líquido de capital entrando no país foi expressivo, assim como o superávit da conta corrente do balanço de pagamentos. Essa combinação pressionou o Renminbi o que fez com que o governo restringisse mais o fluxo de capital interno do que o externo. Desde 2011 com um superávit menor na conta corrente, e, portanto, menor pressão na valorização da taxa de câmbio, as autoridades tomaram medidas como a criação do programa RQFII em direção a uma liberalização maior do fluxo interno (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Mais recentemente, em 2014, autoridades chinesas criaram um canal recíproco de investimentos, operando nas bolsas de Shanghai e Hong Kong. Isso fez com que residentes chineses pudessem investir em ações listadas na bolsa de Hong Kong, enquanto investidores estrangeiros pudessem comprar ações específicas listadas em Shanghai. Ambos os lados têm cotas diárias porém os investidores individuais não precisam de autorização do governo para participar, o que ampliou o acesso de diferentes tipos de investidores ao mercado. Foram criados também os Mutual Recognition Funds (MRF) que são fundos localizados em Hong Kong e que podem ser vendidos para investidores de varejo que ficam na China continental. É importante ressaltar, no entanto, que devido à falta de conhecimento de leis locais e falta de transparência do mercado de capital, muitas vezes as cotas não são nem atingidas devido aos receios de investidores estrangeiros de investir em um mercado tão fortemente controlado (HATZVI, MEREDITH e NIXON, 2015).

Por fim, é possível concluir que o governo atua de diferentes formas restringidos os diversos tipos de fluxos de capitais e que, portanto o processo de liberalização das contas também será realizado em ritmos desiguais. Lembrando que por mais que o governo reaja a desequilíbrios momentâneos do balanço de pagamento controlando mais ou menos algum tipo de fluxo, o movimento em geral é em direção à liberalização das contas. E que por vezes, movido à necessidade de fazer um ajuste gradual, essa liberalização pode não se comportar de maneira linear.

## **II.2 A Liberalização da Conta de Capitais**

Uma das etapas cruciais que deve ser abordada antes de ser possível internacionalizar o renminbi é a liberalização das contas de capitais. De acordo com a análise do Banco Central Canadense, este processo que vem ocorrendo de forma gradual, quando finalizado terá três consequências: (i) haverá um crescimento rápido de fluxos bilaterais, (ii) fluxos externos privados podem crescer relativamente mais que o fluxo interno privado, e (iii) fluxos de portfólios (especialmente fluxos para dentro da China) vão crescer mais rapidamente que o Investimento Externo Direto (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Dado que o fluxo bruto de capitais chinês, assim como o seu balanço patrimonial é pequeno em relação ao das outras principais economias globais, é válido supor que a liberalização da conta de capitais resulte em um aumento de fluxos bilaterais, assim como um aumento da relação entre os fluxos e o PIB chinês. O efeito desta liberalização será sentido em todo o mercado financeiro internacional conforme a relação média de fluxo em relação ao PIB chinês convergirá para a média global. Hooley (2013 Q4) estima que os ativos e passivos internacionais chineses possam crescer de 5% do PIB mundial, valor que ocupa atualmente, para 20% do PIB em 2025, chegando à uma posição semelhante a dos Estados Unidos (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Em particular, os ativos (excluindo reservas) deste país atualmente representam 24% do PIB enquanto a média global do G20 (excluindo a China) é de 115% do PIB. Ou seja, supondo que estas médias devem convergir, a relação de ativos para PIB da China deve crescer em até 91% do PIB. Em uma conta simples, partindo do princípio que as tendências globais vão permanecer inalteradas, e seguindo a lógica do Banco Central Canadense, se busca calcular o possível desenrolar desta abertura (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Se em 2015 o PIB chinês foi de US\$11 trilhões, os ativos internacionais foram cerca de US\$ 2.6 trilhões (24%). Tudo mais constante, para chegar ao nível estimado de 115% do PIB, o estoque de ativos precisaria aumentar em US\$9,8 trilhões. Se este ajuste se der ao longo de 20 anos, os fluxos de capitais externos da China cresceriam mais ou menos US\$ 0,5 trilhão por ano (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Um cálculo semelhante pode ser feito para os passivos chineses em relação ao resto do mundo. Em 2016 os passivos representavam cerca de 45% do PIB, enquanto os do G20 eram em média 137% do PIB. Tudo mais constante, este precisaria crescer 92% do PIB, ou seja, US\$ 10 trilhões. Assumindo novamente que este ajuste será feito ao longo de 20 anos, isso representaria também um ajuste anual de US\$ 0,5 trilhão. (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Entre 2010 e 2014 a média anual de fluxos de capitais na China foi de 4% do PIB, ou seja, US\$ 0,43 trilhão, de forma que este crescimento estimado de US\$ 0,5 trilhão ao ano faria com que a relação de fluxos bilaterais para o PIB dobrasse, e seria possível observar um aumento rápido de fluxos internos e externos. Este aumento seria expressivo para a economia doméstica, e em relação ao resto do mundo a mudança seria relevante também. Desde a crise de 2008, o fluxo bruto de capitais mundial foi em média US\$ 4 trilhões ao ano. Ou seja, este aumento de US\$0,5 trilhão, fruto da liberalização chinesa, causaria um aumento dos fluxos globais em 13%, influenciando fortemente os mercados financeiros internacionais (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Analisando melhor a composição dos ativos é possível entender como esse processo ocorrerá. Como visto anteriormente, uma das consequências do controle de capitais na China foi um acúmulo de reservas internacionais e atualmente cerca de 2/3 dos ativos internacionais deste país é composto por estas reservas. Este acúmulo foi consequência da intervenção governamental que buscava contrabalancear o superávit da conta corrente do balanço de pagamentos. Ou seja, o governo produziu grande parte dos fluxos externos da conta de capitais, já que o setor privado estava restrito impedindo um equilíbrio natural das contas. Conforme as restrições forem removidas, a composição dos fluxos externos deve se alterar também. Assim sendo, se observará um crescimento mais rápido do fluxo externo de capitais privados do que do interno (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Também é possível fazer previsões quando se analisa o passivo externo chinês. Como consequência das restrições em relação aos investimentos de portfólio, o passivo também tem suas peculiaridades em relação ao resto do mundo. Os instrumentos financeiros e derivativos representam um valor equivalente a somente 5% do PIB, enquanto comparativamente estes

instrumentos compõem os passivos dos Estados Unidos e do G20 (excluindo China e Estados Unidos) em 116% do PIB e 77% do PIB respectivamente. Novamente, partindo do princípio que a liberalização irá mover as médias chinesas em direção às médias das maiores 20 economias globais, é possível afirmar que os fluxos de portfólio serão provavelmente o segmento com crescimento mais acelerado dentre os fluxos de capitais. Em contrapartida, o Investimento Externo Direto, que é uma das partes menos restritas da conta de capitais e representa atualmente cerca de 26% do PIB chinês, deve crescer em ritmo menos acelerado. Afinal, este valor se assemelha mais a média global dos G20 (excluindo a China e a União Europeia) de 39% do PIB, o que leva a concluir que os fluxos de portfólio vão crescer em um ritmo muito mais acelerado do que os fluxos de investimento externo direto (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Conclui-se então que a liberalização da conta de capitais chinesa causará um aumento de fluxos bilaterais entre este país e o resto do mundo conforme o volume de ativos e passivos externos chineses aumente em direção à média global. É possível também fazer algumas determinações sobre a característica destes fluxos. Nota-se que os fluxos privados externos devem crescer em um ritmo maior que os internos, conforme os fluxos externos públicos passem a ser menos necessários para equilibrar o balanço de pagamento. E, por fim, pontua-se que dentre os tipos de investimentos, o de portfólio deve ter o crescimento mais elevado (KRUGER e PASRICHA, 2016).

## **II.3 Os Riscos e Benefícios da Liberalização**

O processo de liberalização das contas de capitais traz consigo inúmeros riscos e benefícios conforme o país passa a ficar mais exposto aos mercados internacionais. A abertura da conta de capitais tem como algumas consequências positivas um apoio ao crescimento econômico, assim como o desenvolvimento do mercado financeiro deste país e um aumento na produtividade conforme este passe a competir mais fortemente com o resto do mundo (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Durante anos a China cresceu com base em forte intervenção e investimento governamental, financiada majoritariamente por bancos que fazem empréstimos para empresas em setores estratégicos da economia, e com forte apoio uma das suas principais vantagens comparativas – o expansivo mercado de trabalho. No entanto, as duas bases de apoio sobre o qual a China vem crescendo começaram a chegar ao seu limite. Depois de anos

de medidas que visavam o controle de natalidade, a idade média do trabalhador chinês começou a diminuir, e com a taxa de investimento beirando quase a metade do PIB deste país, é difícil imaginar que essa relação possa continuar a crescer como no passado (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Assim sendo, a fórmula para manter o crescimento deve ser focada não no aumento absoluto dos investimentos, porém em uma alocação mais eficiente destes. Com isso em mente, em 2013, na *Terceira Sessão Plenária do XVIII Congresso do Partido Comunista da China*, o governo chinês decidiu promover uma transição para esta nova estratégia de crescimento. Essa transição diz respeito a uma série de medidas que buscam conceder aos mercados um papel mais decisivo na alocação dos recursos e, portanto gerar um estímulo ao crescimento econômico (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Uma das formas de estimular uma economia é aumentar a produtividade dos trabalhadores. Isto é feito quando eles exercem funções que geram maior valor agregado e produzem bens mais sofisticados. No entanto, ainda existem algumas restrições que dificultam esta transformação da indústria chinesa e que poderiam ser beneficiadas pela liberalização das contas de capitais. Por exemplo, a liberalização permitiria que as indústrias de diversos tamanhos tivessem acesso a novas e diferentes formas de financiamento assim como diferentes tecnologias. Elas poderiam também terceirizar parte de suas produções para países com uma mão de obra mais barata, permitindo que os chineses pudessem focar na produção de bens de maior valor agregado. Esta abertura também estimularia a criação de novos empregos de alto valor agregado no mercado financeiro, assim como estimularia internacionalização da moeda (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Esse desenvolvimento do mercado financeiro doméstico seria bastante relevante para a economia chinesa e influenciaria também o mercado bancário paralelo. Grandes partes da economia atualmente não tem um bom acesso a crédito devido à preferência dos grandes bancos a emprestar para grandes empresas públicas. O desenvolvimento do mercado financeiro interno, assim como o crescimento dos mercados acionários e de títulos de dívida, diminuiria a dependência de pequenas e médias empresas no sistema bancário paralelo. Vale pontuar também, que ao diversificar a base de investidores, muitas companhias seriam forçadas a desenvolverem uma governança corporativa melhor e mais transparente (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Por fim, a liberalização da conta de capitais chinesas possibilitaria uma administração melhor de riscos. Por exemplo, a China importa bens primários de diversos países, assim

sendo, quando o preço de algumas commodities sobe, eles se veem em desvantagem. Portanto, com uma livre transferência de capitais, o investidor local poderia investir, por exemplo, em ativos dos países dos quais a China é uma importadora líquida, de forma que essas flutuações seriam atenuadas, prejudicando menos a economia chinesa e vice – versa (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Apesar de inúmeros benefícios, este processo de liberalização também traz consigo riscos a estabilidade econômica chinesa. Não há dúvidas que uma das consequências será o aumento do fluxo de capitais. Para que isto não se torne um problema, é importante que as autoridades preparem o seu mercado financeiro para alocar da melhor forma este novo fluxo e para arcar com a nova volatilidade inerente a esta transformação. Para isso, existem três pré-requisitos que precisam estar em equilíbrio para que o processo seja bem-sucedido: (i) o país tem que ter fundamentos macroeconômicos estáveis, (ii) é necessário que a moeda seja flutuante e que tenha uma âncora cambial e (iii) que o mercado financeiro seja sólido e bem supervisionado. É necessário também, que certa ordem seja seguida para que tudo corra da melhor forma possível (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Primeiramente, é necessário que os fundamentos macroeconômicos estejam aliados. Situações de alta inflação, grandes déficits de conta corrente, grandes dívidas ou taxas de câmbio sobre ou sub valorizadas precisam ser ajustadas antes do processo de abertura ocorrer. Caso contrário, o país estará exposto e terá grandes chances de passar por uma crise. A situação chinesa é relativamente estável afinal o crescimento econômico é expressivo, a inflação é baixa e estável, a dívida governamental não parece ser excessiva (apesar de certa dificuldade para determiná-la já que muitos dos gastos não são discriminados) e o país tem grandes reservas internacionais. No entanto, o sistema bancário paralelo pode ser um ponto de fragilidade. Desde a crise de 2008 o país vem expandindo sua oferta de crédito em ritmos crescentes. A maior parte destes empréstimos é feita por entidades não financeiras, seja por corporações do Estado ou pelo sistema bancário paralelo, que acaba sendo uma fragilidade e fonte de risco sistêmico ao sistema financeiro chinês (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Em segundo lugar, é necessário que haja um regime cambial flutuante. Este processo será explorado mais a fundo no capítulo seguinte, porém vale mencionar que não é possível ter uma taxa de câmbio fixa, um mercado de capitais aberto e uma política monetária independente. Muitos países que passaram por este processo escolheram adotar um regime híbrido ao invés da plena flutuação cambial, e o método mais comum é o de âncoras cambiais (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Por fim, a solidez do mercado financeiro é relevante, pois caso contrário fluxos de capitais podem acabar mal direcionados, ativos mal precificados e bolhas ou crises podem surgir. Um mercado financeiro bem desenvolvido é um mercado propriamente regulado e com as taxas de juros de fundos emprestáveis determinadas pela oferta e demanda, de forma que os fluxos são uma consequência de uma relação de riscos e retorno efetiva, e não influenciados por algum tipo de autoridade. Este mercado também deve ter liquidez e uma boa base para negociações de divisas, títulos de dívida e derivativos de forma que a volatilidade e os riscos sejam bem administrados por investidores (KRUGER e PASRICHA, 2016).

É difícil determinar ao certo o grau de desenvolvimento de qualquer mercado financeiro. No caso chinês, observou-se ao longo dos anos recentes um rápido crescimento, enquanto taxas de juros vem sendo gradualmente liberalizadas, o que é um sinal bastante positivo. No entanto, existem algumas fontes de preocupação em relação ao mercado acionário, após episódios de volatilidade recente que levantaram dúvidas em relação à sua solidez. Administradores de recursos chineses, também nunca foram testados quanto às suas habilidades em mercados de grandes fluxos de ativos (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Em conclusão, este processo de abertura da conta de capitais é uma etapa essencial ao processo de internacionalização do renminbi. Os riscos estão sempre presentes nesse processo de abertura – em virtude de seus efeitos na gestão da política cambial e monetária –, mas podem ser, em certa medida, mitigados pelo governo chinês caso ele consiga configurar uma sequência gradual de reformas em direção à liberalização, internacionalização de sua moeda e manutenção de um modelo de crescimento econômico.



## **CAPÍTULO 3: O RENMINBI – DETERMINANTES E INTERNACIONALIZAÇÃO RECENTE**

A internacionalização de uma moeda ocorre quando participantes de um mercado passam a utilizá-la para fins comerciais, investimentos, empréstimos e para transações gerais fora de seu país de origem. O processo de internacionalização do Renminbi, que tem como contrapartida a liberalização das contas de capitais chinesas, que gera impactos na taxa de câmbio e de juros que podem ter efeitos benéficos, mas, ao mesmo tempo provoca, tensões na gestão do modelo de crescimento econômico chinês.

Para entender este processo de internacionalização da moeda chinesa, faz-se necessário compreender primeiramente quais são as políticas internas que influenciam na determinação de seu valor, e como esta é valorizada em relação ao resto do mundo por meio de uma análise de sua taxa de câmbio, bem como apresentar as tensões desse processo.

### **III.1 Determinantes da Taxa de Câmbio**

#### **III.1a Modelo Geral**

Em uma economia aberta, a taxa de câmbio é uma medida que busca relacionar a condição de troca entre dois países. O câmbio é uma das variáveis macroeconômicas mais relevantes em um sistema globalizado especialmente no que se diz respeito a relações comerciais e financeiras de um país com o resto do mundo. Assim sendo, existem duas formas de expressar a taxa de câmbio de um país: esta pode ser analisada em sua forma nominal ou real. A taxa de câmbio nominal pode ser definida como a quantidade de moedas nacionais que é necessária para comprar uma unidade de moeda estrangeira, enquanto a taxa de câmbio real expressa o poder de compra da moeda ao relacionar o montante de bens e serviços que se pode adquirir com uma unidade desta no exterior. (CARVALHO et al., 2007)

Existem também diferentes tipos de regimes cambiais que são caracterizados por uma maior ou menor intervenção estatal. Um país pode seguir um sistema de câmbio fixo,

flutuante ou híbrido. Quando se adota o câmbio flutuante, o valor de uma moeda em relação à outra moeda vai variar conforme as leis do mercado de oferta e demanda. Enquanto que, quando se adota um regime de câmbio fixo, um valor de conversibilidade é determinado pelo banco central, que intervém na economia ativamente buscando garantir essa taxa pré-determinada. Um sistema híbrido de determinação de taxa de câmbio funciona como um meio do caminho entre os dois e não tem nem controle total nem é integralmente flutuante (CARVALHO et al., 2007).

Em um regime de flutuação pura a taxa de câmbio é determinada pela interseção das curvas de oferta e de demanda por moeda. Partindo do princípio que os agentes econômicos não demandam moeda estrangeira como reserva de valor, nem para transações no mercado doméstico, podemos caracterizar a curva de demanda por moeda estrangeira como uma curva negativamente inclinada, derivada da demanda por importações de bens e serviços e remessas financeiras ao exterior. Por questões análogas, a curva de oferta de moeda tem o tradicional formato positivamente inclinado. O ponto onde ocorre a interseção entre a curva de demanda (D) e a de oferta (S) será a taxa de câmbio (E) para um volume total de divisas (M). Qualquer mudança que faça com que uma das curvas se desloque será automaticamente refletida em uma mudança na taxa de câmbio. (CARVALHO et al., 2007)

Para compreender a situação cambial chinesa, é necessário primeiro entender como se dá a determinação da taxa de câmbio em um regime usual onde existe plena mobilidade de capitais. O modelo de Mundell-Fleming, também conhecido como modelo de equilíbrio geral macroeconômico, permite que uma economia seja analisada de forma que o equilíbrio seja atingido nos principais mercados de forma simultânea. Sob a ótica deste modelo analisar-se-á a relação das variáveis básicas macroeconômicas como o balanço de pagamentos e a determinação da taxa de câmbio (CARVALHO et al., 2007).

Como visto, o balanço de pagamentos reflete a relação de um país com o resto do mundo, e, portanto, é analisando este que se configura o equilíbrio externo macroeconômico. O saldo do balanço de pagamento (BP) é composto pela soma entre a conta de transações correntes (TC) e a conta de capitais (K), e o saldo global do BP é igual à variação das reservas ( $\Delta R$ ). Em um regime de câmbio fixo o desequilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda é compensada por uma variação nas reservas internacionais, porém em um regime de câmbio flutuante, o desequilíbrio se ajusta sozinho de forma que o resultado global do balanço de pagamentos é sempre igual à zero (CARVALHO et al., 2007).

(1)

$$\Delta R = BP = TC + K = 0$$

O saldo de transações correntes mede a diferença entre as exportações (X) e as importações (M) de bens e serviços. Logo, partindo do princípio que não existem barreiras ao comércio, existem três fatores que influenciam fortemente em seu resultado: o nível de renda interno (Y), o nível de renda (e demanda) mundial (Y\*), e a taxa de câmbio real. Sabe-se que a taxa de câmbio real (E\*) é dada pela taxa de câmbio nominal (E) multiplicada pela relação entre o nível de preços externos (P\*) e o nível de preços internos (P). Assim sendo, um aumento da taxa de câmbio real significa um ganho de competitividade e aumento das exportações tendo em vista que os produtos internos estão comparativamente mais baratos que os externos. Podemos indicar as influências sobre a conta de transações correntes (TC) na forma da seguinte função:

(2)

$$TC = X (EP^*/P, Y) - M (EP^*/P, Y)$$

De acordo com o modelo de Mundell-Fleming, a curva representativa do equilíbrio do balanço de pagamentos seria uma reta horizontal no nível da taxa de juros internacional (i\*). Vale ressaltar que esta é uma aproximação da realidade, pois em economias reais o que se encontra mais frequentemente é uma curva do balanço de pagamentos inclinada indicando que ativos financeiros domésticos e internacionais não são substitutos perfeitos. No entanto, no modelo pressupõe-se que a mobilidade plena dos capitais gera uma sensibilidade infinita em relação a diferenças entre taxas de juros locais e internacionais e de forma que esta fique, portanto, sempre nos mesmos níveis da taxa internacional independentemente do nível de renda (CARVALHO et al., 2007).

Em relação ao equilíbrio macroeconômico interno, este ocorre quando as curvas IS/LM se cruzam, e uma economia pode ser dita como em equilíbrio geral (interno e externo) no ponto em que estas duas curvas cruzam simultaneamente a curva do balanço de pagamento. A curva IS representa os determinantes do produto que equilibram o mercado interno de bens. A curva é dada pela seguinte função:

(3)

$$Y = \alpha A - \alpha dr$$

Onde “ $\alpha$ ” é o multiplicador de gastos, “A” representa os gastos autônomos, “r” seria a taxa de juros e “d” um coeficiente que mede a sensibilidade dos juros (CARVALHO et al., 2007).

A curva LM define os determinantes da taxa de juros no ponto de equilíbrio entre a demanda e a oferta real de moeda (M/P). A oferta real de moeda é determinada de forma exógena e a função que descreve a curva pode ser demonstrada pela seguinte função:

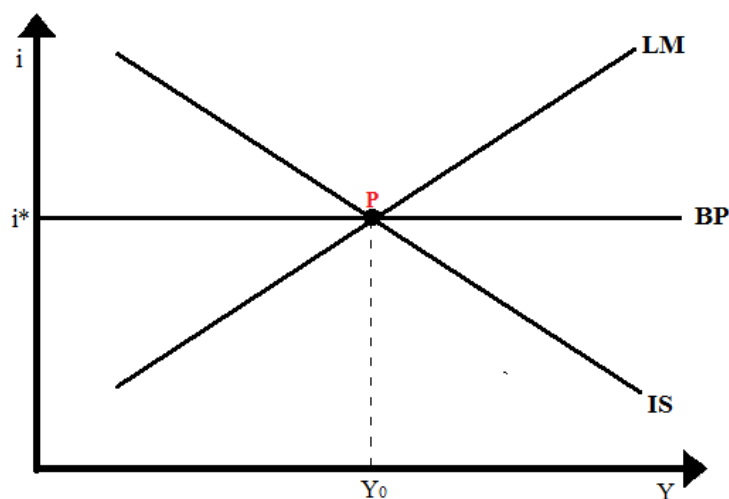
(4)

$$L = (k/h) * Y - (1/h) (M/P)$$

Onde “k” e “h” são coeficientes fixos no curto prazo que medem respectivamente a sensibilidade renda e a sensibilidade juros da demanda por moeda.

Desta forma, uma economia é dita como em pleno equilíbrio quando ela se encontra no ponto de interseção P demonstrado no gráfico abaixo. (CARVALHO et al., 2007)

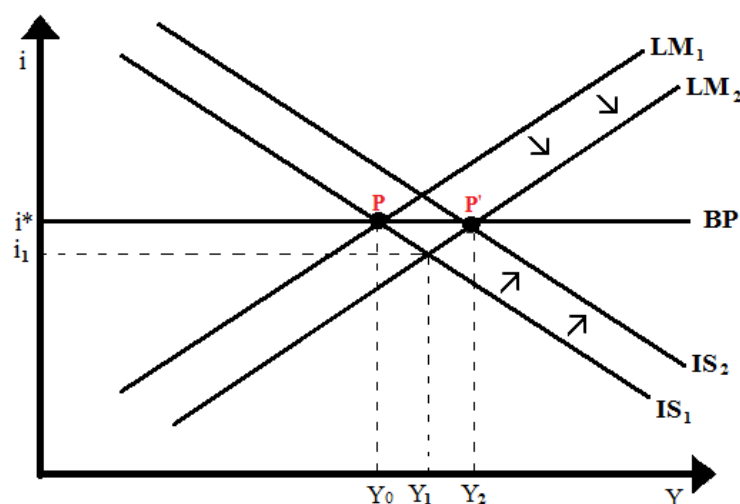
**Gráfico 5 – Curvas IS/LM e BP**



Em uma economia de flutuação livre e que funciona da forma recém-descrita, o câmbio passa a ser o mecanismo de ajuste que faz com que a economia sempre volte ao ponto de equilíbrio quando há mudanças na política monetária ou fiscal de um país. Por exemplo, uma política monetária expansionista causaria um deslocamento da LM1 para a direita, para a curva LM2 provocando com isso uma queda na taxa de juros, conforme demonstrado no gráfico 6 abaixo. Esta queda na taxa de juros faria com que os retornos dos ativos financeiros externos se tornassem mais atrativos em relação aos domésticos, o que geraria um desequilíbrio no balanço de pagamentos. Esse desajuste, causa uma diferença entre a demanda e a oferta do câmbio que é equilibrado via desvalorização cambial. Como visto, um dos fatores que influencia a conta de transações correntes é a taxa de câmbio nominal e real, logo uma desvalorização cambial estimularia as exportações líquidas do país causando um deslocamento na curva IS também. Ao final do processo, o equilíbrio seria encontrado novamente sobre a curva do balanço de pagamentos, os juros internos se igualariam

novamente aos externos, e o nível de renda sofreria um aumento. A taxa de câmbio se encontraria também em um nível mais elevado (ou seja, desvalorizada) e ocorreria uma mudança na composição do balanço de pagamentos. Por mais que este voltasse ao equilíbrio, a situação econômica agora se mostra mais favorável na conta de transações correntes, enquanto observa-se um ingresso menor na conta de capitais (CARVALHO et al., 2007).

**Gráfico 6 – Curvas IS/LM e BP com Política Monetária Expansionista**



No entanto, se esta economia tivesse uma taxa de câmbio fixa, a mesma política monetária expansionista que deslocou a LM no exemplo anterior, não produziria ganhos relevantes à economia, pois não existiria flexibilidade no mecanismo de ajuste – o câmbio. Em resumo, o deslocamento da LM devido à expansão monetária provocaria a mesma queda na taxa de juros e déficit no balanço de pagamentos. No entanto, sem flexibilidade no câmbio o governo teria que intervir, o que causaria uma redução de suas reservas e, posteriormente, uma contração na base monetária que traria a LM de volta ao seu ponto inicial. No final do processo, as taxas de juros internas e externas voltariam a ser iguais, o balanço de pagamentos voltaria também ao equilíbrio, porém haveria uma redução nas reservas internacionais e não se observaria mudanças positivas na economia (CARVALHO et al., 2007).

Conclui-se então, que é impossível conciliar a mobilidade de capitais, com uma taxa de câmbio fixa e uma política monetária independente. É a trindade impossível descrita por Robert Mundell que mostra as dificuldades que a plena conversibilidade da conta de capital gerará na China que será descrita a seguir. Logicamente o regime econômico vigente diverge do modelo em alguns aspectos. A taxa de câmbio não é mais completamente fixa já que esta

varia entre bandas, e a conta de capitais também não é completamente aberta. No entanto, a conclusão ainda se vale de suma importância. Conforme as mudanças forem sendo feitas em direção à plena liberalização da conta de capitais, mais difícil e custoso será para o governo intervir na determinação da taxa de câmbio, e, portanto, mais reservas terão que ser despendidas para mantê-la entre certos parâmetros (CARVALHO et al., 2007).

Isso é especialmente relevante quando se analisa o ataque especulativo recente ocorrido em 2016 contra o renminbi. Qualquer movimento do tipo faz com que o governo chinês precise usar suas reservas acumuladas para bancar a estabilidade da taxa de câmbio.

### **III.1b A Situação Chinesa**

Da mesma forma que o sistema financeiro chinês vem se modernizando e aos poucos se liberalizando, o governo também vem adotando mudanças em suas políticas cambiais. Em 1995, o governo chinês fixou a sua taxa de câmbio a pouco mais de oito Yuan para um dólar americano, prevalecendo com este regime cambial por cerca de 10 anos até 2005. Esse fator, combinado com seu forte controle sobre a conta de capitais, permitiu que a China se saísse muito melhor que seus vizinhos durante a crise asiática de 97-98 (GOLDSTEIN; LARDY, 2009).

Durante esses anos, apesar de manter a taxa de câmbio nominal estável, notavelmente existiram mudanças em relação à taxa de câmbio real. Como consequência da crise asiática de 97-98 a taxa de câmbio da maioria dos países vizinhos desvalorizou. A chinesa, no entanto, se manteve estável acompanhando o dólar. Essa paridade, contudo, acabou provocando uma apreciação no seu câmbio real, afinal o dólar se valorizou o que influenciou os níveis de preços chineses em relação aos níveis de outros países. Contudo, entre 1995 e 2001 a conta corrente chinesa se manteve em relativo equilíbrio, o que indica que essa apreciação real da taxa de câmbio foi contrabalanceada pelo aumento da produtividade das indústrias mantendo as exportações chinesas competitivas (GOLDSTEIN; LARDY, 2009).

No entanto, a partir de 2001, a indexação do renminbi ao dólar passou a produzir resultados significativamente diferentes. O dólar começou a se desvalorizar, levando consigo o renminbi, enquanto paralelamente os ganhos de produtividade chineses seguiam crescendo. Como resultado, em meados de 2005 o renminbi já havia se desvalorizado quase 20% em termos reais. A competitividade chinesa nos mercados internacionais decolou, o que fez com

que o balanço comercial e a conta de transações correntes apresentassem superávits crescentes.(GOLDSTEIN; LARDY, 2009).

Assim sendo, em julho de 2005, o governo chinês modificou sua política cambial, deixando de adotar o regime de câmbio fixo em relação ao dólar, e passando a adotar um regime mais flexível. O renminbi, a partir deste momento, seria administrado em relação a uma cesta de moedas diversas, onde cada moeda teria um peso diferente, que seria proporcional ao peso do país detentor da moeda nas relações de comércio e investimento com a China. O peso exato de cada país, no entanto, não foi divulgado. O governo anunciou também que deixaria o câmbio flutuar mais livremente em relação à sua oferta e demanda no mercado, e poderia, portanto, variar 0,3% para cima ou para baixo por dia. Com essas mudanças, ao final de 2008 a taxa de câmbio havia se movido de cerca de 8 yuan/dólar para 6.83 yuan/dólar representando uma apreciação nominal de quase 20% em relação à 2005 (THE REFORM, 2017).

Ao longo do tempo, o intervalo no qual o câmbio poderia oscilar passou de 0,3% para  $\pm 2\%$  em relação ao dólar americano. Em 2015, o governo deu mais um passo em relação à flexibilização e afirmou que o intervalo no qual o câmbio poderia se valorizar ou desvalorizar seria determinado em relação ao câmbio de fechamento do dia anterior. Essa é a medida em vigor atualmente. Ou seja, o renminbi está autorizado a flutuar ao redor do nível médio de cotação do dia anterior. O banco central chinês afirma que o objetivo é expandir o intervalo no qual este pode flutuar conforme o mercado financeiro e de câmbio forem se desenvolvendo. Atualmente, este tipo de regime cambial é denominado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) como “*crawl-like arrangement*”. Também em 2015, o (FMI) anunciou que o renminbi passaria a ser uma das moedas que compõe os “Special Drawing Rights – SDR” (Direitos Especiais de Saque – DES), um passo muito relevante no processo de internacionalização da moeda. Suas implicações, porém, serão exploradas mais a fundo ao longo deste capítulo (HABERMEIER, et al., 2009).

Com o passar dos anos, as diferentes medidas adotadas pelo governo chinês criaram uma peculiaridade em relação à taxa de câmbio do país. Devido às restrições históricas e atuais, criou-se um mercado local e offshore do renminbi que negocia a moeda em diferentes níveis. Durante muito tempo, restrições monetárias exigiam que esta moeda só pudesse ser negociada na China continental. No entanto, em 2009 autoridades permitiram que o comércio entre a China continental e Hong Kong fosse feito usando o renminbi. Essa liberalização acabou criando um novo mercado onde a moeda poderia ser negociada, de forma que

atualmente existem dois locais onde a moeda é comercializada. O mercado local ainda sofre fortes restrições, enquanto o mercado offshore é mais liberal e obedece a diferentes regulações. Essas diferenças fazem com que haja uma alteração no valor da moeda nos diferentes mercados (CHINA'S, 2017).

A moeda chinesa é uma só, o Renminbi, no entanto, devido à diferença de valor entre a moeda que circula na China continental e fora desta (basicamente em Hong Kong), criaram-se diferentes denominações para cada uma. A moeda que circula e é negociada na China continental é denominada CNY enquanto a que é negociada em Hong Kong é a CNH. (CHINA'S, 2017)

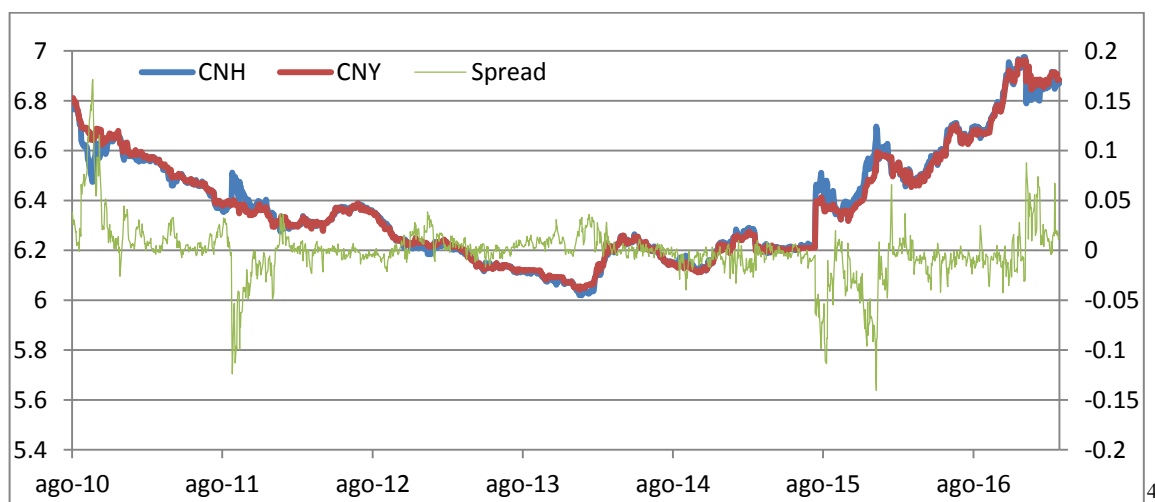
A CNY tem sua compra e venda regulada e existem diversas restrições quanto à liquidação do comércio internacional nesta moeda. A CNY também deve obedecer às regras estabelecidas acima em relação à flutuação de no máximo 2,00% ao dia. Somente investidores que são residentes locais chineses são permitidos a negociar esta moeda, que fica sobre a regulação do banco central chinês. Esse mercado de CNY existe há muito tempo e tem ampla liquidez. Apesar disto, o mercado é bem pequeno em relação ao tamanho da economia chinesa já que transações cambiais entre bancos e clientes precisam ter um motivo comercial e a CNY não pode ser negociada especulativamente (SHU; HE; CHENG, 2014).

Diferentemente da CNY, a moeda negociada offshore, a CNH, não sofre qualquer tipo de restrição quanto a sua negociação e à liquidação de acordos comerciais denominados nela. A taxa de câmbio da CNH flutua livremente e esta pode ser negociada por residentes de Hong Kong e da China continental, e é regulada pelo "Hong Kong Monetary Authority". É um mercado que vem crescendo exponencialmente e tem produtos muito mais diversificados que o local, apesar de ter a liquidez significativamente menor (SHU; HE; CHENG, 2014).

Devido a estes motivos, historicamente, a taxa de câmbio do mercado local e do offshore tem divergido. Apesar de seguirem a mesma tendência, o CNH tipicamente demonstra uma volatilidade maior (SHU; HE; CHENG, 2014).



**Gráfico 7 – Diferença Entre o Preço Médio e da Cotação do CNH e CNY desde 2010**



A conversão do CNY para o CNH é de 1 para 1 sempre, porém a conversão do CNY para uma moeda estrangeira como por exemplo o dólar, e a conversão do CNH para esta mesma moeda no mesmo momento será diferente. A existência de dois mercados para o Renminbi é a prova das distorções que o controle sobre o câmbio e sobre as contas de capitais na China continental provocam, e o objetivo de longo prazo do governo chinês é que esta diferença deixe de existir. A tendência é que conforme o governo vá liberalizando os fluxos da conta de capitais estas duas moedas convirjam para a mesma taxa de câmbio. Enquanto isso a análise destes dois mercados especialmente em situações de crise ajuda a entender o grau de intervenção estatal na fixação do renminbi. Por isso, a manutenção de baixos spreads entre o CNY e o CNH foi um dos requerimentos do FMI para que o renminbi fosse incluído na cesta de Direitos Especiais de Saque. Afinal, a manutenção de baixos spreads indica que o governo está deixando a moeda flutuar mais livremente no mercado local também. Sendo assim, o equilíbrio entre estes mercados é também essencial durante o processo de internacionalização da moeda (SHU; HE; CHENG, 2014).

### **III.2 A Internacionalização do Renminbi**

Recentemente muito se tem discutido em relação à internacionalização do renminbi. O processo que já é longe de ser trivial encontra mais desafios e obstáculos devido à complexidade da economia chinesa e a forte intervenção estatal na regulação do sistema financeiro. Assim sendo, para entender a importância do processo de internacionalização do renminbi, assim como suas consequências para a China e para o mundo, é necessário ter um

<sup>4</sup> Fonte BBG

bom entendimento do que de fato se espera de uma moeda internacionalizada e o porquê da China estar em busca deste objetivo.

De acordo com Kenen (1983), Chinn e Frankel (2005) existe uma lista de três funções básicas que uma moeda internacional deve cumprir. É necessário que esta funcione como (i) unidade de conta, (ii) meio de troca e (iii) reserva de valor, tanto para residentes quanto para não residentes. Ou seja, as mesmas três funções que toda moeda precisa exercer, porém aplicada não só ao seu país de origem como também ao resto do mundo (GAO; YU, 2009).

Em relação à primeira função, unidade de conta, uma moeda internacionalizada tem que poder ser usada para expressar os preços de produtos para exportação e importação. Isto deve valer não somente para o comércio realizado pelo país detentor da moeda, mas também para transações entre outros países que não incluam o país detentor da divisa internacionalizada. Por exemplo, o comércio entre um país como o Brasil e a Tailândia, pode ser denominado em dólares americanos. Outra forma relevante de exercer esta função é ter títulos de dívida (especialmente os negociados no exterior) denominados nesta moeda em questão. No geral, economias emergentes tem maior dificuldade em captar recursos no exterior com títulos denominados em moeda local já que o investidor internacional costuma ter medo de desvalorizações cambiais. Assim sendo, o país emissor acaba se expondo a riscos cambiais, algo que não aconteceria se sua moeda pudesse ser utilizada para denominar estes tipos de instrumentos financeiros (GAO; YU, 2009).

Por fim, em relação ao setor público, uma moeda que exerce função de unidade de conta também pode vir a ser usada como uma âncora cambial para outras moedas. No geral, é possível dizer que uma moeda se torna um ponto de referência de mercado quando outras moedas flutuam paralelamente a ela. Isto pode ocorrer em um contexto onde os países decidem monitorar esta moeda enquanto adotam políticas cambiais fixas ou híbridas em relação a ela e pode também ocorrer devido a motivos estruturais e comerciais de mercados (CAMPANELLA, 2014).

Neste aspecto, o renminbi vem recentemente, se tornando uma âncora para a taxa de câmbio de diversos países asiáticos pertencentes ao bloco econômico ASEAN. De acordo com uma pesquisa de Mehl and Fratzscher (2011) para o Banco Central Europeu, foi possível observar que existe um fator estatisticamente relevante que influencia na determinação da taxa de câmbio de economias da região e que não está presente em outras regiões do mundo. Este fator vem crescendo desde 2005, que foi quando a China começou a realizar suas reformas cambiais. Os autores chegaram à conclusão de que este fator é influenciado

principalmente pelas flutuações do renminbi, e que, portanto, autoridades monetárias asiáticas estão mais atentas a desenvolvimentos regionais do que a fixação da relação de suas moedas com o dólar americano (CAMPANELLA, 2014)

Os autores também concluem que a influência é bidirecional. As condições regionais influenciam o renminbi, que como consequência, influencia este fator e afeta as outras moedas da região. Esta relação faz sentido, afinal a China se tornou o importador mais relevante da região, e em média 5% de todas as exportações dos países da área vão para lá. Logo, a ideia de manter as moedas da região indexadas de certa forma em relação ao renminbi parece uma boa política cambial para diversos países. Assim, em um contexto de apreciação do renminbi, por exemplo, uma política de indexação flexível ao renminbi permitiria que países competidores apreciassem também suas moedas em uma tentativa de limitar a inflação enquanto ainda reteriam competitividade (CAMPANELLA, 2014).

Desta forma, conforme o renminbi se torna de fato uma âncora, este estimula também a atividade financeira na Ásia e em mercados de capitais globais. Afinal as moedas da região têm a uma tendência maior de se manterem estáveis em relação ao renminbi do que ao dólar e este efeito estabilizador providencia um benefício geral a dívida pública asiática. Em relação aos mercados de capitais globais, este movimento altera a dinâmica dos mesmos conforme países asiáticos deixam de ter regimes monetários que seguem o dólar e passam a seguir uma moeda mais inserida na economia local, o renminbi (CAMPANELLA, 2014).

É difícil, no entanto determinar um ponto onde é possível afirmar que uma moeda está oficialmente exercendo sua função como unidade de conta internacionalmente. Porém, um marco extremamente relevante é quando esta é incluída em uma cesta de divisas. Atualmente a mais prestigiosa, relevante e útil cesta deste tipo é a de Direitos Especiais de Saque (DES) do FMI. O início da participação do renminbi na cesta de moedas que compõe o DES ocorreu em 2015 e representou uma etapa importante no processo de internacionalização desta moeda (GAO; YU, 2009).

Esta cesta é um ativo de reserva internacional que foi criado pelo FMI em 1969, no contexto de Bretton Woods <sup>5</sup> como resposta a preocupações acerca das limitações do ouro e do dólar como única fonte de liquidação do comércio internacional. Com o fim do sistema de

---

<sup>5</sup> A conferência de Bretton Woods ocorreu em julho de 1944 e foi consequência de um esforço das principais economias globais para restabelecer o equilíbrio do capitalismo mundial pós 2ª Guerra Mundial. O Sistema Bretton Woods estabelecido ditava novas regras referentes a relações comerciais e financeiras entre os países mais influentes do mundo. Dentre outras resoluções, o Fundo Monetário Internacional foi criado como consequência deste acordo.

Bretton Woods, a importância da cesta de Direitos Especiais de Saque diminuiu, porém ainda é extremamente valiosa especialmente em contextos de baixa liquidez do dólar, que ocorre tipicamente durante crises (IMF, 2017).

A DES pode ser trocada a qualquer momento pelas moedas que a compõe e também funciona como uma moeda artificial usada pelo FMI para contabilidade. Esta troca é feita via acordos voluntários entre os países detentores da cesta ou via intervenção direta do FMI, que instrui países com maiores reservas internacionais a comprarem estas de países com reservas menores (GAO; YU, 2009).

O valor da cesta é baseado na taxa de câmbio das cinco principais moedas mundiais e no tamanho da sua participação na cesta. Assim, as moedas que compõe a cesta do FMI são: o dólar americano (41,73%), o euro (30,93%), o yen (8,33%), a libra esterlina (8,09%), e agora o renminbi (10,92%). Como a taxa de câmbio destas moedas influencia no valor da cesta, é aconselhável que elas tenham relativa estabilidade, mesmo este não seja o requisito mais relevante para a sua inclusão (GAO; YU, 2009).

Existem dois grandes critérios que uma moeda tem que se encaixar para poder fazer parte do DES. Primeiramente, tem que ser uma moeda de um dos grandes exportadores globais, o que se aplica ao caso chinês. Em segundo lugar, a moeda tem que ser utilizada livremente, ou seja, esta tem que ser usada no comércio internacional e também tem que ser negociada nos principais mercados de câmbio. Por isso, a inclusão do renminbi a esta cesta foi um marco tão importante na integração da economia chinesa com a global. Afinal, esta adição foi essencialmente um selo dado pelo FMI de que o renminbi pode ser utilizado livremente no comércio internacional, o que reflete as mudanças que a China tem feito em direção a maior liberalização e transparência financeira (GAO; YU, 2009).

Em relação à segunda função da moeda, meio de troca, moedas internacionalizadas tem que poder ser utilizadas para fazer pagamentos comerciais e financeiros. Desde 2009 quando o governo autorizou que as transações comerciais com outros países fossem denominadas em renminbi, o uso deste aumentou substancialmente. Foi neste mesmo momento que surgiu o CNH que, como visto, é o renminbi negociado no mercado offshore (ITO, 2011).

Atualmente, no âmbito privado, muito do comércio entre países asiáticos e a China assim como as transações financeiras, são denominados em renminbi. Em relação ao setor

público a China vem disponibilizando swaps cambiais para outros bancos centrais da região visando aumentar a utilização do renminbi como meio de troca (ITO, 2011).

Os acordos de swap que a China tem firmado com seus parceiros comerciais, foram, e seguem sendo, essenciais para que o comércio denominado em renminbi seja estimulado. Swaps cambiais no nível governamental são acordos entre países que normalmente tem um volume considerável de trocas comerciais que concordam e fazer essas trocas usando suas moedas locais em uma taxa de câmbio pré-determinada. No caso chinês esses swaps cambiais podem ser vistos quase como linhas de crédito concedidas pela china. O objetivo nada mais é do que estimular a importação de produtos chineses com crédito em renminbi, portanto, muitos destes swaps vêm com especificações. Por exemplo, o acordo de swaps da China com o Paquistão indica que o uso deste é restrito ao comércio bilateral ou transações de investimento direto. Em 2015, o valor total efetivo destes acordos de swaps cambiais representava RMB 2.9 trilhões (US\$ 468 bilhões), em mais de 30 acordos firmados com diferentes países desde 2008. Estes acordos também melhoraram a eficiência operacional das transações, diminuíram os custos de transação e estimularam a confiança do mercado. (LI, 2017).

Por fim, em relação à terceira função da moeda, a reserva de valor, uma moeda internacionalizada deve poder servir como reserva internacional oficial para bancos centrais, e como substituta cambial (no caso, por exemplo, de residentes que escolhem poupar em divisas diferentes das suas locais), e como escolha de investimento. Para exercer esta função, depósitos e títulos devem ser denominados nesta moeda e investidores estrangeiros devem poder negociá-los (ITO, 2011).

Não é possível obter um número exato da quantidade de renminbi que é atualmente utilizada por bancos centrais como reservas de valor, pois estes não são obrigados a declarar quanto de cada uma eles mantem. No entanto, de acordo com a base de dados COFER do FMI, onde os bancos centrais tem participação voluntária, as reservas internacionais em renminbi no quarto semestre de 2016 foram equivalentes a US\$ 84,51 bilhões de dólares, pouco mais de 1% das reservas mundiais. Foi a primeira vez que o relatório discriminou separadamente a proporção de renminbi em reservas. No entanto, o valor foi percentualmente pequeno, inclusive países com economias menores como a Austrália tiveram uma presença maior na composição das reservas do que a China. Isso que contribui para a ideia de que, os controles de capitais chineses, assim como a falta de um mercado seguro e líquido para ativos

denominado em renminbi, contribui para que os bancos centrais fiquem mais relutantes em acumular esta divisa em escalas relevantes (CURRENCY, 2017).

Devido a estas mesmas restrições, ainda existem muitas condições de arbitragem no mercado financeiro chinês quando se compara o mercado local com o offshore. Existem grandes diferenças, por exemplo, entre o preço das ações e as taxas de juros, o que demonstra que os investidores externos não tem ainda acesso pleno aos fluxos de renda dos títulos chineses. Assim sendo, sua exposição limitada acaba sendo influenciada fortemente por movimentos especulativos como expectativas em relação à apreciação cambial e o apetite internacional por ativos chineses. Enquanto este controle de capitais estiver presente, os ativos offshore chineses devem se manter voláteis e especulativos de forma que o renminbi não conseguirá ser uma reserva de valor e esta dimensão da internacionalização não será atingida (ITO, 2011).

Apesar dos diversos fatores citados acima serem de extrema importância para a internacionalização do renminbi, é importante lembrar que este processo não é somente governado por interesses econômicos e que existe um grande componente político que move esta decisão. Da mesma forma, os benefícios da internacionalização recaem não somente a esfera economia como também são refletidos no prestígio político do país e na sua posição na geopolítica mundial.

### **III.2a Benefícios da Internacionalização**

O processo de internacionalização do Renminbi traz diversos benefícios à China. A internacionalização gera um suporte ao crescimento chinês em formas que excedem a esfera econômica. Primeiramente, a internacionalização da moeda reduz o risco cambial que diversas companhias chinesas são expostas como, por exemplo, grandes exportadoras que tem custos denominados em moeda local e receitas em moedas estrangeiras. No entanto é importante ressaltar que o processo expansão das trocas comerciais em renminbi não é trivial e nem feito de forma homogênea em todas as relações comerciais chinesas. Esta transição deve ser de relativa facilidade no que se diz respeito a parceiros comerciais que tem moedas menos internacionalizadas. No entanto, quando o comércio for feito com países desenvolvidos que utilizam moedas como o dólar, euro, libra e afins, a mudança da conjuntura deverá ser algo bem mais complexo e gradual (KRUGER e PASRICHA, 2016).

É importante também ressaltar que a internacionalização reduziria o risco não só para empresas individuais como também para o país como um todo. Para equilibrar o superávit da conta corrente, a China acaba sendo um prestador para o resto do mundo e como consequência, acumula grandes quantidades de reservas internacionais denominadas em moedas estrangeiras o que deixa seu balanço exposto a grandes riscos cambiais. Esse risco seria eliminado se os empréstimos fossem denominados em sua moeda local, ou se títulos de outros países fossem denominados em renminbi (KRUGER e PASRICHA, 2016).

Lembrando que a internacionalização caminha junto com a liberalização da conta de capitais, é válido pontuar que não só os empréstimos seriam denominados em moeda local, como também o mercado estaria aberto para que companhias e instituições estrangeiras emitissem títulos de dívida na China em renminbi. Com isso, o mercado de títulos, assim como o financeiro em geral, se tornaria mais profundo, diminuindo as situações de arbitragem entre o mercado doméstico e o offshore, tornando este mais eficiente. A abertura do mercado de títulos de dívida em moeda local, também ajudará a diminuir os custos de financiamento para o governo e companhias chinesas (KRUGER e PASRICHA, 2016).

O aumento do uso internacional do renminbi ajudaria também a manter o financiamento do comércio ao extinguir a dependência exclusiva no dólar. Durante uma crise, normalmente se observa um aumento na demanda por ativos em dólares americanos, tipicamente em títulos do governo, enquanto a demanda por ativos mais arriscados tende a diminuir. Isso causa uma diminuição na liquidez do dólar o que acaba se refletindo na oferta de crédito para o comércio e que como consequência afeta a China e a sua habilidade de exportar. Assim sendo, no momento presente, existem poucos recursos que o governo chinês pode utilizar para estimular o financiamento do comércio, já que este é majoritariamente feito em dólar, e as instituições financeiras do país captam em renminbi. Com o aumento do comércio denominado em moeda local chinesa, a capacidade de seus bancos de financiar o comércio aumenta, permitindo então que as companhias exportadoras chinesas sejam beneficiadas (KRUGER e PASRICHA, 2016)

Por fim, conforme o renminbi passa a circular mais pelo mundo, as autoridades chinesas vão poder se aproveitar do *seigniorage*. O *seigniorage* é a receita contabilizada pela diferença entre o valor do dinheiro e o custo de produzi-lo. Este privilégio vem atrelado a riscos, no entanto, e quanto mais a moeda circular no exterior maior o potencial para estragos caso ela rapidamente volte aos mercados domésticos. Esse movimento pode causar um estímulo monetário não pretendido, tirando um pouco o controle da política monetária do

banco central. Estas divisas também podem acabar sendo usadas em uma aposta contra a moeda no mercado de futuros, causando no limite, uma crise cambial. Apesar dos riscos, devido ao tamanho da economia chinesa em relação ao resto do mundo, o perigo de volatilidade como consequência deste fluxo é minimizado. (ITO, 2011)

De acordo com Ito (2017), os benefícios e riscos da internacionalização do renminbi podem ser resumidos na seguinte tabela:

**Tabela 1 – Os Riscos e Benefícios da Internacionalização do Renminbi**

	<b>Setor Privado</b>	<b>Setor Público</b>
<b>Unidade de Conta</b>	<u>Denominação de produtos comerciais</u> -> Exportadores e importadores evitam riscos cambiais <u>Denominação de produtos financeiros</u> -> desenvolvimento de mercados financeiros mais eficientes	<u>Indexação de moedas de outros países/âncora cambial</u> -> Prestígio político / <b>deixa de poder desvalorizar unilateralmente quando necessário</b> <u>Fazer parte da DES</u> -> Prestígio político <u>Denominação de títulos de dívida do governo negociados no exterior</u> -> Diminui custos de empréstimos e risco cambial / <b>possibilidade de tomar empréstimos demais.</b>
<b>Meio de Troca</b>	<u>Comércio e pagamento de transações financeiras</u> -> Tomadores chineses evitam risco de liquidez. Tomadores e emprestadores chineses evitam custos cambiais.	<u>Circulação de moeda no exterior</u> -> <i>seigniorage</i> <u>Transações governamentais financeiras</u> -> empréstimos oficiais não precisam utilizar as reservas oficiais. <u>Acordos de swap</u> -> ajuda oficial, porém não precisam utilizar as reservas oficiais.
<b>Reserva de Valor</b>	<u>Depósitos offshore</u> <u>Investimentos em títulos por investidores externos</u>	<u>Reservas Internacionais</u> -> poder de barganha e prestígio político



### **III.2b Tensões e limites atuais da Internacionalização**

Como observado, a China está desenvolvendo estratégias para internacionalizar sua moeda, no entanto, esse processo enfrenta três constrangimentos expressivos, segundo Cintra & Pinto (2013), a saber:

- 1) a experiência histórica mostra que o uso internacional de uma moeda nacional somente acontece com a configuração de um mercado financeiro líquido e profundo e com a conversibilidade da moeda e com a abertura da conta de capital. A China busca realizar esse processo de forma controlada;
- 2) a busca da internacionalização da moeda chinesa ocorre num contexto internacional em que prevalece a moeda fiduciária internacional deixou de ser lastreada em ouro. Isso implica que a credibilidade do renminbi somente pode ser construída pela capacidade de o Banco Central da China converter sua moeda em dólar, ou seja, com a moeda-reserva internacional;
- 3) o enorme e persistente superávit em conta-corrente da China, que expressa a escassez de renminbi fora do país, dificulta a expansão internacional da moeda, sem uma ampliação do dólar no balanço do Banco Central da China e de investimentos em valores mobiliários americanos.

Esses constrangimentos criam uma forte tensão entre o processo de internacionalização do renminbi, abertura da conta de capital e o atual modelo de crescimento econômico chinês, pois esse modelo – com seus elevados resultados em termos de crescimento do PIB – é sustentado por taxas de juros reduzidas e taxas de câmbio desvalorizadas, sendo que essas duas variáveis são fortemente administradas pelo governo que requer o controle da conta de capitais. Como visto, a trindade impossível de Mundell descreve a impossibilidade de manter uma conta de capitais aberta, um câmbio fixo e controle sobre a política monetária do país. Como administrar as tensões entre a abertura da conta de capital e o atual modelo de crescimento econômico? Esse é o desafio que o governo chinês terá que enfrentar nos próximos anos.

A desvalorização da moeda em 2016 estimulado por alguns administradores de fundos, que lançaram um ataque especulativo contra o renminbi, mostra os desafios em curso para o governo chinês. Liderado por George Soros, diversos administradores apostaram contra a moeda, e o banco central chinês foi forçado a defendê-la, liquidando parte de suas reservas para que o renminbi seguisse flutuando dentro das bandas pré-determinadas. Esta ocorrência é

relevante, pois sempre que algo do gênero ocorre o movimento de liberalização sofre pressão contrária, e a conta de capitais costuma receber medidas mais restritivas. A situação também ilustra as consequências descritas por Mundell, e, portanto, torna-se claro que o banco central precisará desenvolver políticas que encarem esse novo desafio conforme o governo siga liberalizando a conta de capitais, em busca do processo de internacionalização do renminbi (WARNER, 2017).

Isso mostra as tensões e limites do processo de internacionalização do renminbi, que pode afetar o modelo de crescimento chinês, e que a moeda chinesa ainda persiste com uma conversibilidade limitada e que ainda há um longo caminho para que ela se torne uma moeda-reserva relevante.

## CONCLUSÃO

O processo de internacionalização do renminbi é um fenômeno bastante atual e complexo. As variáveis envolvidas são tantas e tão interligadas que mudanças em regulações locais geram efeitos regionais que se propagam até uma esfera global enquanto o inverso também se mostra verdade e complexidades globais são transportadas às esferas locais. Desta forma é difícil prever com confiança as consequências deste processo para a China e para o resto do mundo. As incertezas inerentes ao processo, assim como a falta de transparência em relação à economia chinesa, tornam o seu desenrolar ainda mais imprevisível. No entanto existem alguns fatos importantes que podem ser pontuadas em relação ao atual estágio do processo de internacionalização, a forma na qual a China vem optando por realizar estas mudanças e os desafios que ainda precisam ser enfrentados.

Ao final de 2015, as importações e exportações chinesas representavam 14,60% do comércio global. Há dez anos, este comércio chinês era raramente denominado em moeda local enquanto atualmente cerca de 30% deste comércio já é denominado em renminbi. A moeda se tornou a 4ª maior moeda utilizada em transações financeiras incluindo títulos de dívida denominados em renminbi, ações, transações do mercado de câmbio e investimento direto no exterior. Apesar disto, ainda existe um longo caminho a percorrer para que esta moeda possa ser considerada internacionalizada. (XIANG, 2017).

O renminbi poderá ser considerado uma moeda internacionalizada quando esta exercer a função de unidade de conta, reserva de valor e meio de troca para a comunidade internacional. Pata tal, até o momento presente, todas as etapas em direção a este objetivo foram realizadas com muita calma e fiscalização governamental seguindo o padrão chinês de mudanças lentas e graduais.

Porém, para que o processo seja concluído é necessário que o governo permita o desenvolvimento do mercado financeiro local e liberalize as contas de capitais. Este processo de liberalização da conta de capitais provavelmente é o mais delicado do processo todo. De acordo com o presidente do banco central o objetivo perseguido pela China de liberalização não obedece ao conceito de conversibilidade típica, mas sim uma conversibilidade

“administrada”. Apesar de vago, esta definição segue o padrão chinês de mudanças, e se busca liberalizar a conta de capitais ao mesmo tempo em que não se segue uma tendência plenamente linear já que em momentos de crise o governo tende a voltar a restringir o fluxo de capitais. (XIANG, 2017)

O controle da conta de capitais chinesa acabou desenvolvendo dois mercados cambiais para a moeda, o local e o offshore. A diferença da taxa de câmbio entre os dois mercados é a ilustração do efeito que o banco central tem sobre o câmbio do renminbi e, enquanto a conta de capitais não for liberalizada, a moeda seguirá sendo negociada a diferentes níveis nos diferentes mercados. No mercado local o governo permite que o câmbio flutue somente entre uma banda ao redor do nível médio do fechamento do dia anterior. Esta medida difere de um regime cambial plenamente flutuante de forma que o banco central precisa intervir no mercado em situações de crise cambial ou de ataques especulativos.

Esta conjuntura do mercado de câmbio se torna problemática conforme o processo de liberalização da conta de capitais vai se intensificando. Como visto, a trindade impossível de Mundell descreve a impossibilidade de manter uma conta de capitais aberta, um câmbio fixo e controle sobre a política monetária do país. Então, para manter o regime cambial atual o governo precisa intervir ativamente usando suas reservas em situações mais delicadas.

Por fim os desafios são grandes, porém o governo chinês se mostra disposto a enfrenta-los seguindo ritmo gradual de mudanças. Afinal, a China tem muito a ganhar deste processo. A liberalização é a próxima etapa necessária ao desenvolvimento econômico chinês conforme esta se transforma em uma economia mais sofisticada. E a internacionalização do renminbi é também uma peça chave na consolidação geopolítica da China na Ásia e em relação ao resto do mundo.

Atualmente não existe uma compatibilidade entre o gigante comercial que foi desenvolvido e o raso sistema financeiro que o acompanha. A China precisa desenvolver seu sistema financeiro para conseguir chegar ao próximo passo do seu desenvolvimento e o caminho para isso é a internacionalização.

## REFERÊNCIAS

AMADEO, Kimberly. **China Stock Market: Shanghai, Shenzhen, Hong Kong**. Disponível em: <<https://www.thebalance.com/china-stock-market-shanghai-shenzhen-hong-kong-3305480>>. Acesso em: 11 mar. 2017.

CAMPANELLA, Miriam. **The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System**. Bélgica: European Centre For International Political Economy, 2014. 10-13 p. Disponível em: <[http://www.ecipe.org/app/uploads/2014/12/WP201201\\_1.pdf](http://www.ecipe.org/app/uploads/2014/12/WP201201_1.pdf)>. Acesso em: 29 abr. 2017.

CARVALHO, Fernando et al. Moeda, Câmbio e Política Econômica em uma Economia Aberta. In: CARVALHO, Fernando et al. **Economia Monetária e Financeira**. São Paulo: Campus Ltda, 2007. cap. 24, p. 352-370.

CHINA'S Dual Exchange Rate System (CNY vs CNH). Disponível em: <<https://www.mizuhobank.com/service/global/cndb/rmb/pdf/double.pdf>>. Acesso em: 04 mar. 2017.

CHINA Overview. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/en/country/china/overview#1>>. Acesso em: 30 abr. 2017.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. Sistema Financeiro Chinês: A Grande Muralha. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito; PINTO, Eduardo Costa . **China em Transformação**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. cap. 9, p. 425-490. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918\\_livro\\_china\\_e\\_m\\_transformacao.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918_livro_china_e_m_transformacao.pdf)>. Acesso em: 04 mar. 2017.

CINTRA, M. ; PINTO, E. C. . La internacionalización del renminbi: posibilidades y límites. Revista Voces en el Fenix, v. 26, p. 52-65, 2013.

CURRENCY Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>>. Acesso em: 08 abr. 2017.

ELLIOT, Douglas J.; YAN, Kai. **The Chinese Financial System: An Introduction and Overview**. Washington, D.C, Estados Unidos: The John L. Thornton China Center At

Brookings, 2013. 1-33 p. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2017.

GAO, Haihong; YU, Yongding. **Internationalisation of the renminbi**. [S.l.]: Bank For International Settlements, 2009. 1-20 p. Disponível em:<<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2017.

GOLDSTEIN, Morris; LARDY , Nicholas R. Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Area. In: GOLDSTEIN, Morris; LARDY , Nicholas R. **The Future of China's Exchange Rate Policy**. Washington, D.C, Estados Unidos: Peterson Institute For International Economics, 2009. p. 3-26. Disponível em:<[https://piie.com/publications/chapters\\_preview/4167/01ie4167.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01ie4167.pdf)>. Acesso em: 08 abr. 2017.

HABERMEIER,, Karl et al. **Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements** . [S.l.]: International Monetary Fund - IMF Working Paper, 2009. 3-19 p. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf>>. Acesso em: 08 abr. 2017.

HATZVI, Eden; MEREDITH, Jessica; NIXON, William. **Chinese Capital Flows and Capital Account Liberalisation**. Australia: [s.n.], 2015. 39-47 p. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2015/dec/pdf/bu-1215-5.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2017.

IMF Adds Chinese Renminbi to Special Drawing Rights Basket. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/29/AM16-NA093016IMF-Adds-Chinese-Renminbi-to-Special-Drawing-Rights-Basket>>. Acesso em: 18 mar. 2017.

ITO, Takatoshi. **The Internationalization of the Renminbi** : Opportunities and Pitfalls. Estados Unidos: Council On Foreign Relations®, Inc., 2011. 2-21 p. Disponível em: <[http://file:///C:/Users/Amanda/Downloads/CGS-IIGG\\_WorkingPaper15\\_Ito.pdf](http://file:///C:/Users/Amanda/Downloads/CGS-IIGG_WorkingPaper15_Ito.pdf)>. Acesso em: 22 abr. 2017.

KRUGER, Mark; PASRICHA, Gurnain Kaur . **What to Expect When China Liberalizes Its Capital Account**. Ottawa, Ontario, Canada:International Economic Analysis Department Bank Of Canada, 2016. Disponível em: <<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/04/sdp2016-10.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2017.

LI, Cindy . **Banking on China through Currency Swap Agreements**. Disponível em: <<http://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/banking-on-china-renminbi-currency-swap-agreements/>>. Acesso em: 08 abr. 2017.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro. Sistema Financeiro Chinês: Conformação, Transformação e Controle. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito; PINTO, Eduardo Costa . **China em Transformação**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. cap. 7, p. 335-390. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918\\_livro\\_china\\_e\\_m\\_transformacao.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918_livro_china_e_m_transformacao.pdf)>. Acesso em: 04 mar. 2017.

SHU, Chang; HE, Dong; CHENG, Xiaoqiang. **One currency, two markets: the renminbi's growing influence in Asia-Pacific**. [S.l.]: Bank For International Settlements, 2014. 2-1 p. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/work446.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2017.

THE REFORM OF THE RENMINBI EXCHANGE RATE REGIME. Disponível em: <[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200509\\_focus08.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200509_focus08.en.pdf)>. Acesso em: 25 mar. 2017.

WARNER, Jeremy. **China's giant threat to global financial stability**. Disponível em: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/12091121/Chinas-giant-threat-to-global-financial-stability.html>>. Acesso em: 30 abr. 2017.

XIANG, Songzuo. **Cause for optimism on renminbi internationalisation**. Disponível em: <<http://file:///C:/Users/Amanda/Downloads/OMFIF-Cause-For-Optimism-On-Renminbi-Internationalisation.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2017.

ZENG, Douglas Zhihua (Org.). **How Do Special Economic Zones and Industrial Clusters Drive China's Rapid Development?**. Africa Region: Finance & Private Sectors Development - The World Bank, 2011. 9-10 p. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/310891468018256346/pdf/WPS5583.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2017.

